

قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات

د. دريد محمد أحمد



الاستثمار

قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات

الاستثمار

قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات

الدكتور

دريد محمد أحمد

الطبعة الأولى

2016م



المملكة الأردنية الهاشمية

رقم الإيداع لدى دائرة المكتبة الوطنية

(2015/4/1534)

332.6

أحمد ، دريد محمد

الاستثمار قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات/ دريد محمد أحمد.- عمان: دار أمجد للنشر والتوزيع،2015

( )ص.

ر.إ. 2015/4/1534

الواصفات: / الاستثمار // الاقتصاد/.

ISBN 978-9957-99-119- 7 (ردمك)

دار أمجد للنشر والتوزيع

جوال :
٠٠٩٦٢٧٩٦٩١٤٦٣٣
٠٠٩٦٢٧٩٩٢٩١٧٠٢
٠٠٩٦٢٧٩٦٨٠٣٦٧٠

هاتف :٠٠٩٦٢٦ ٤٦٥٢٢٧٢

فاكس:٠٠٩٦٢٦ ٤٦٥٢٢٧٢

dar.almajd@hotmail.com

dar.amjad2014dp@yahoo.com

عمان - الأردن - وسط البلد- مجمع الفحيص - الطابق الثالث



مقدمة

يعتبر الاستثمار من الأدوات الرئيسية لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كما يعد أحد أهم العوامل المحدده لمسار النمو فى الدول النامية بصفة خاصة الدول العربية، ليس فقط لأنه أحد مكونات الطلب الإجمالى ولكن أيضا أحد أهم بنود محددات المخزون الرأسمالى للمقتصد، ولهذا فهو المصدر المستقبلى للتوسع فى الطاقة الانتاجية وزيادة فرص العمالة ومعدلات النمو، فاستراتيجيات النمو تعمل التحول إلى خصخصة الاقتصاد، وإفساح المجال العام أمام القطاع الخاص ليساهم بنسبة أكبر فى الاستثمار الكلى والعمالة الكلية، مما يتطلب إعطاء الدور الأكبر لتحقيق التنمية المنشودة للقطاع الخاص إستثمارا وإنتاجا فى مختلف المجالات، ومن ثم فدراسة الاستثمار ومحدداته باتت تشكل أهمية للدول فى سعيها لتحقيق نموها، وتطوير اقتصادها وتقدمه.

الفصل الأول

عموميات حول الاستثمار

الاستثمار بشكل عام يعتبر جزء هام من الإقتصاد ، فقد كان سيئا في تقدم المجتمعات المتطورة أما المجتمعات النامية فالسبيل أمامها مازال قائم الإهتمام به و التوسع في مجالاته باللحاق بركب التقدم

تعاريف الاستثمار و مفاهيمه

تعريف الاستثمار :

يعتبر الاستثمار من المصطلحات الشائعة الإستعمال ،فتعريفها أخذ من طرف الإقتصاديين الماليين في نهاية القرن 19 بداية و بداية القرن20 حيث نشأت من خلالها عدة تعاريف منها:

حسب بيار درني **pierre derna** : الاستثمار هو عبارة عن تلك المصاريف التي من خلالها نتحصل على أرباح.

حسب بيار ماس **pierre masse** : الاستثمار يشير في نفس الوقت إلى عملية في حد ذاتها و نتيجة لهذه العملية فالاستثمار هو تلك الاموال التي تقبل المؤسسة دفعها حاليا مقابل أرباح مستقبلية محصل عنها من هذه الاموال

حسب كينز: الاستثمار هو إرتفاع التجهيزات في رأس المال الثابت أو التداول.

فالاستثمار يقوم على التضحية بإشباع رغبة إستهلاكية حاضرة و ذلك أملا في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل. و يمكن القول أنه ممتلكات منقولة أو غير

منقولة ملموسة أو غير ملموسة مقتناة أو منتجة لغرض البيع أو التحويل حيث تستمدها المؤسسة في إستعمالاتها طوال فترة وجودها كأدوات إنتاج.

المفاهيم المختلفة للإستثمار

المفهوم المحاسبي للإستثمار :

إن المحاسب يرى أن الاستثمار هو رأس مال ثابت سواءا كان منتجا أو غير منتج.

المفهوم الإقتصادي للإستثمار :

الاستثمار هو نفقة لامة الإنتاج تثمر التطور الإقتصادي لأنها تنطوي على مبادلة رأس مال حالا مقابل إيرادات مستقبلية يكون مبلغها أكبر ، إذ أن خاصية الاستثمار هي الإنتاج

المفهوم المالي للإستثمار:

الاستثمار هو نفقة تدر إيرادات على فترة طويلة بحيث يجب أن يكون تمويلها برؤوس أموال دائمة، فالاستثمار هو جدول إستحقاق الإيرادات و دخول الاموال و خروجها.

و بمعنى آخر أن المالي يهتم بتوان الموارد و الإستخدمات عبر الزمن.

أهمية الاستثمار

يمكننا تلخيص أهمية الاستثمار في النقاط التالية:

أولا : يهدف الاستثمار إلى خلق مناصب شغل و بالتالي يؤدي إلى زيادة الإستهلاك الذي يحقق الرفاهية الإجتماعية.

ثانيا : كذلك أن الاستثمارات هي الصورة المعبرة للنمو و التقدم الوطني و هي الصورة المعبرة عن مدى تحقق المعيشة و الرفاهية الإجتماعية و من خلال هذه الأهمية يمكن إعتبار الاستثمارات كأداة تستعملها الدولة تعديل الوضع الإقتصادي ، و تعتبر أيضا إحدى الوسائل الأساسية الضرورية لتطوير المنشآت و توسيعها.

ثالثا : يوفر الاستثمار العملات الأجنبية عن طريق إنتاجه لمنتجات تم الإعتماد على تصديرها.

رابعا : النمو بالاستثمار بعد تكوين رأس مال جديد ، و الذي بدوره يؤدي إلى توسيع الطاقة الإنتاجية للمؤسسة و هذا من خلال تنمية فروق الإنتاج و توسيع مكانتها في السوق.

أهداف الاستثمار

يسعى المستثمر إلى تحقيق مجموعة من الأهداف عن طريق الاستثمار و ذلك من أجل الحفاظ على مكانته و تحسين علاقته مع غيره من الأعوان الإقتصاديين و تتمثل أهداف الاستثمار فيما يلي:

الهدف العام للإستثمار :

* **هو تحقيق العائد-أو الربح او الدخل**- مهما يكن نوع الاستثمار من الصعب أن نجد فردا يوظف أمواله دون أن يكون هدفه تحقيق العائد أو الربح.

* **تكوين ثروة و تنميتها :**

و يقوم هذا الهدف عندما يضحي الفرد بالإستهلاك المادي على أمل تكوين الثروة في المستقبل و تنميتها.

***تأمين الحاجات المتوقعة و توفير السيولة** لمواجهة تلك الحاجات، و بذلك فإن المستثمر يسعى وراء تحقيق الدخل المستقبلي.

***المحافظة على قيمة المنتوجات:**

و عندما يسعى المستثمر إلى التنويع في مجالات إستثماره حتى لا تنخفض قيمة موجوداته مع مرور المن بحكم عوامل إرتفاع الأسعار و تقبلها.

خصائص الاستثمار ،أنواعه ، تصنيفاته.

الاستثمار هو قرار توظيف رؤوس الأموال و نجد فيه خصائص و أنواع و تصنيفات سنذكرها في هذا المبحث.

خصائص الاستثمار

للإستثمار عدة خصائص و هي : مصاريف الاستثمار ، التدفقات النقدية ، مدة حياة الاستثمار.

1- مصاريف الاستثمار: عبارة عن إنفاق مجموعة من الاموال للحصول على إستثمار و تحوي كل من تكاليف إستثمارية و تكاليف التشغيل التي تتعلق بتحضير الاستثمارات.

أ- تكاليف إستثمارية : و تتمثل في التكاليف الضرورية لإقامة الاستثمار و هي كالتالي :

- تكالبف خاصة لإعداد الاصول الثابتة كالنقل
- تكاليف إجراء التجارب
- تكاليف خاصة بالأصول الثابتة كاالأراضي
- تكاليف متعلقة بالتصميات و الرسومات الهندسية للإستثمار

ب- تكاليف التشغيل:

و هي تكاليف ضرورية لإستغلال طاقات الاستثمار الإنتاجية و ذلك بعد وضع الاستثمار في حالة التشغيل، و من أمثلة ذلك تكاليف المواد اللازمة للإنتاج و المصاريف المتعلقة بها كمصاريف النقل و أجور العمال.

2- التدفقات النقدية:

ويقصد بها ذلك الفرق بين المدخلات و المخرجات النقدية سواء من خلال التجهيز او الإنشاء حتى العمر المتوقع ، و هي كمثل المبالغ المالية المنتظر تحقيقها مستقبلا ، حيث تحسب هذه النفقات بالعلاقات التالية :

- التدفق النقدي الإجمالي= نفقات الاستثمار- مداخيل الاستثمار
- التدفق النقدي الصافي = التدفق النقدي الإجمالي – (الضرائب+مستحقات الغير)
- التدفق النقدي الصافي= المبلغ المنتظر بعد طرح جميع المستحقات على الاستثمار

3- مدة حياة الاستثمار:

هي المدة التي يكون فيها الاستثمار في حالة عطاء أي التي يحقق فيها إيرادات صافية، أي الفترة المقدرة للتدفقات النقدية الموجبة ، و نميز في مدة حياة الاستثمار عمر إقتصادي و الذي نقصد به الفترة التي يكون فيها تشغيل الاستثمار

إقتصاديا أي تحقيق أقل تكلفة مع وجود عائد و عمر إنتاجي و الذي هو عبارة عن الفترة التي ينتظر أن يكون من خلالها الاستثمار صالحا للإنتاج.

4- **القيمة الباقية**: و هي تمثل الجزء الذي لم يستهلك من التكلفة الأولية للإستثمار.

أنواع الاستثمارات

تتعدد أنواع الاستثمارات بإختلاف النظرة إليها من حيث طبيعتها أو من حيث القائم عليها أو من حيث تعدد أنواع الأنشطة الاستثمارية كما يلي:

أولا: طبيعة الاستثمار

قد يتبادر إلى الذهن أن الاستثمار هو إستخدام الأموال للحصول على أصول مادية ملموسة فقط كالمباني أو العقارات و الآلات و غيرها ، إلا أن هذا النوع من الاستثمار هو ما يمكن تسمية بالاستثمار المادي. و هو لا يمثل كل أنواع الاستثمارات فهناك جانب آخر و هو ما يطلق عليه بالاستثمار المالي مثل الأوراق المالية كالأسهم و السندات ، فإذا كان الاستثمار المادي يمثل الحصول على الأصول المادية ،إذن يوجد إرتباط وثيقة بين كل منهما و هذا ما يمكن ملاحظته من قائمة المرك المالي لأي منشأة ، فالجانب الأيمن من هذه القائمة يمثل ما يسمى بالاستثمار المادي بينما الجانب الأيسر يمثل الاستثمار المالي .

ثانيا : القائم بالاستثمار

قد ينظر إلى الاستثمار من اوية أخرى ، و هي التي تقوم على أساس التفرقة بين ما يقوم به الأشخاص الطبيعيين، و ما تقوم به الشركات أو المؤسسات كشخصيات إعتبارية و لذلك فالتقسيم هذا يشمل:

أ-إستثمار شخصي –فردي-:

و هو ما يقوم به شخص واحد ، بحيث يمكن للفرد أن يستخدم ما يتاح إليه من موارد أو أموال في القيام بإستثمارات مالية كشراء الأسهم أو السندات أو القيام بعمل إستثمارات مادية كشراء الأسهم.

ب-استثمار مؤسسي:

و هو ذلك الاستثمار الذي تقوم به المؤسسة (شركة أو هيئة) لكن لا يختلف كشيئ، كما يمكن أن يقوم به شخص طبيعي ، فالإختلاف في الشخص القائم بالاستثمار ذاته ، إلا أن وجه الإختلاف قد يترك في الاستثمار ذاته، فالمنشأة بإختلاف أنواعها ربما ، كما يتوفر من أموال تفوق قدرة الشخص الواحد.

ثالثا: تعدد الاستثمارات : التقسيم هنا يشمل:

أ- الاستثمار الفردي : و هو القيام بعمل إستثمار واحد فقط، كأن يقوم الشخص (طبيعي إعتباري) بشراء أصل مادي أو أصل مالي و ما تجدر الإشارة إليه أنه

مهما تعددت او تكررت الوحدات المشتراة من هذا الأصل فإنه يظل استثمارا فرديا.

ب- الاستثمار المتعدد (المحفظة):

و المحفظة تعريفا هي تلك التي تشمل أكثر من أصل ذات طبيعة مختلفة ، و لذلك فهي تحتوي على إستثمارات متعددة،تمييزا لها عن الاستثمار الفردي السابق الإشارة إليه، و المحفظة قد تضم عددا مختلفا من الاستثمارات المالية او المادية في نفس الوقت ، مثل المستثمر الذي يقوم بشراء عدد من الأوراق المالية لشركات مختلفة يكون بذلك قد كون محفظة أوراق مالية.

و الخلاصة هنا أن الاستثمار قد يكون فرديا حتى لو تعددت وحداته طالما أنه من نفس النوع ، يكون متعددا – محفظة- حتى و لو ضم استثماريين فقط و لكنهما ليسا من نفس النوع.

رابعا: الاستثمار الخاص و الاستثمار العام

فقد يقوم بالاستثمار شخص أو مجموعة من الأشخاص تحت أي شكل قانوني من أشكال الشركات الخاصة، بينما قد يقوم بالاستثمار شركات تابعة للدول الحكومية او مايطلق عليها القطاع العام.

و قد يكون معيار التفرقة بين النوعين قائما على أساس الهدف النهائي الذي ينبغي المستثمر تحقيقه سواءا كان مستثمرا خاصا أو عاما، فالاستثمار الخاص قد يكون

هدفه الربح ، بينما الاستثمار العام قد تكون أهدافه إجتماعية (أي لصالح المجتمع)

خامسا: جنسية الاستثمار

و قد يتم تصنيف الاستثمار على أساس جنسيته، فقد يكون الاستثمار محليا(وطنيا) أو دوليا ، و الاستثمار الوطني هو ما يقوم به أفراد أو منشآت وطنية ،بينما الاستثمار الدولي هو ما تقوم به الشركات أو الهيئات الأجنبية ، وقد يتم ذلك بدون المشاركة مع الجانب الوطني أو بمشاركته.

تصنيفات الاستثمار.

ينبثق مما سبق أن مفهوم الاستثمار يتغير حسب النظرة المحاسبية أو الإقتصادية أو المالية المختارة، بحيث أن الاستثمار يتدخل في ظروف مغايرة كهذه مما يجعل أن لا تطبق عليه نفس المعالجة في كل الحالات بحيث أنه لا يعالج بنفس الطريقة الاستثمار المخصص لتجديد آلة قديمة و إستثمار يهدف إلى التوسع مثل بعث منتوج جديد و بالتالي سنحاول تصنيف الاستثمارات حسب خمس محاور رئيسية و هي :

1- حسب طبيعة الاستثمار :

أي إستثمارات مادية سواءا كانت صناعية أو تجارية أو إستثمارات معنوية تتكون من جهة الحيازة على أصول غير مادية و من جهة أخرى من نفقات تقييم الاستثمارات المادية.

2- حسب سعة الاستثمار:

تسمح لنا بالتمييز بين الاستثمارات الأساسية و الاستثمارات المرافقة و تعرف بالمشروع الاستثماري و نتكلم أيضا عن إستثمار مكمل.

و التمييز بين إستثمارات تجد المؤسسة نفسها مجبرة للقيام بها إذا أرادت البقاء أو عدم المعاناة من المنافسة أما الاستثمارات المستقلة فالمؤسسة تمارس فيها إختبار تام.

3- حسب الزمن : الزمن يسمح بتصنيف الاستثمارات حسب محورين أساسيين هما:

أ- مدة إستغلال الاستثمار : في أغلب الأحيان نفقة الاستثمار تكون في لحظة معينة (أي مركزة في سنة واحدة) كما يمكن أن تكون موزعة عبر مدة عدة فترات زمنية.

4- حسب الهدف المنشود: يسمح لنا بالحصول على التصنيفات الموالية:

أ- إستثمارات التجديد و التعويض

ب- إستثمارات التطوير

ج- إستثمارات التوسيع

د- إستثمارات الوجاهة

ه- إستثمارات التأمين

و- إستثمارات إجتماعية

ي- الاستثمارات الإستراتيجية

5- **حسب التحويل و التقسيم**: و هما خاصيتان أساسيتان لتقييم المخاطرة الناجمة عن الاستثمار

و يمكن مضاعفة هذه التصنيفات إلى ما لانهاية ، وفي الواقع ما يبرر وجودها راجع للملاحظتين التاليتين:

أ- تسمح من تحديد مكانة كل قرار إستثماري من بين قرارات إستثمارية أخرى و ذلك بالتطبيق عليه معايير الإختيار التي تناسبه

ب- تسمح بمشاهدة و التحقق من أن كل نفقة من أجل الاستثمار لا تستوجب نفس درجة المخاطرة بحيث أن كل واحدة من هذه التصنيفات مرتبطة بهذا المقياس.

أنماط الاستثمار ومجالاته.

وبشكل عام تختلف مجالات الاستثمار، ويمكننا تبويب مجالات الاستثمار من زوايا مختلفة، يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد. وبهذا المفهوم فإن معنى مجالات الاستثمار أكثر شمولا من معنى أداة الاستثمار. فإذا كنا نتحدث مثلا عن استثمارات حقيقية أو استثمارات مالية، فإننا نتجه نحو مجال الاستثمار، أما إذا وجدنا مستثمرًا يوظف أمواله في سوق العقار بينما يوظف مستثمر آخر يوظف أمواله في سوق العملات الأجنبية فإن تفكيرنا يتجه في هذه الحالة يتجه نحو أداة الاستثمارهناك نوعين من الاستثمار الاجنبي .. فهو اما ان يكون استثمار مباشر او استثمار غير مباشر ... ويقصد بالنوع الاول (المباشر) على انه استثمار طويل الاجل ويتضمن مصلحة دائمة وسيطرة كيان مقيم في اقتصاد ما (متمثلاً بالشركة المقر) على مشروع مقام في اقتصاد اخر وهنا يمارس المستثمر الاجنبي درجة مهمة من التأثير على ادارة المشروع المقام في بلد اخر غير بلده الام .

اما الاستثمار الاجنبي غير المباشر فانه يأخذ شكل تملك الاجانب للاسهم والسندات الخاصة او الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة بالتالي من فروق الاسعار او للحصول على ارباح تدرها السندات ذات الفائدة الثابتة او الاسهم بشرط الا يحوز الاجانب من الاسهم ما يخولهم حق ادارة

المشروع ويتميز هذا النوع بانه قصير الامد احياناً يمتد الى اشهر او حتى اسابيع معدودة .

ويمكن تصنيف الاستثمار إلى استثمارات محلية وأجنبية.

1 – استثمارات محلية : ونعني بها توظيف الأموال في مختلف المجالات المتاحة للاستثمار في السوق المحلي بغض النظر عن الأداة الاستثمارية التي تم اختيارها للاستثمار، وقياسًا على ذلك فإن الأموال التي قامت المؤسسات بتوظيفها داخل الوطن تعتبر من قبيل الاستثمارات المحلية ومهما كانت أداة الاستثمار المستخدمة مثل مشاريع، عملات أجنبية، أوراق مالية. . . الخ.

2 – استثمارات أجنبية "خارجية" : وتشمل كل الاستثمارات التي تقوم على رؤوس الأموال المهاجرة من جلاء المستثمر إلى البلاد المضيفة للاستثمار.

ويمكن تصنيف الاستثمارات من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى :

1 – استثمارات حقيقية أو اقتصادية :

يعتبر الاستثمار حقيقيا إذا تم توظيف الأموال في حيازة أصول حقيقية، ويعرف الأصل الحقيقي بأنه كل أصل له قيمة اقتصادية، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل خدمة تزيد من ثروة المستثمر ومن ثروة المجتمع، وذلك بما تخلفه من قيمة مضافة. والاستثمارات الحقيقية تشمل جميع أنواع الاستثمارات ما عدا الاستثمار في الأوراق المالية ومن أمثلة ذلك، المشاريع

الاقتصادية، العقارات، الذهب، السلع والخدمات. . . الخ، حيث أن الاستثمار في هذا المجال يؤدي إلى زيادة الدخل القومي مباشرة ويسهم في تكوين رأس المال في الدولة، لذلك يطلق على الاستثمارات الحقيقية مصطلح استثمارات الأعمال أو المشروعات. ونجد أن عامل الأمان متوفر بدرجة كبيرة وهو ميزة نسبية للاستثمار الحقيقي.

2– الاستثمارات المالية :

وهي تشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية ويتمثل في حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي، يتخذ شكل حصة في رأس مال شركة "سهم أو سند" ويتمثل هذا الأصل المالي حقا ماليًا يكون لصاحبه الحق في المطالبة بالأرباح أو الفوائد بشكل قانوني. هذا الحق يتمثل في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية.

ومن الممكن التفريق بين أنواع الاستثمارات وفقاً للمدة الزمنية للاستثمار، وهو أمر اعتباري يختلف بين قطاع وآخر، فهناك استثمارات آنية تؤتي أكلها في بضعة أشهر كناتج الموسم الزراعي الواحد أو تركيب آلة منتجة من بضع قطع سبق أن تم تصنيعها أو استيراد جهاز يوضع مباشرة في التشغيل الإنتاجي، وهناك استثمارات قصيرة الأمد يراوح زمنها بين عام واحد وثلاثة أعوام (ويصل أحياناً إلى خمسة أعوام) كإشادة بناء أو استصلاح أرض أو تأسيس مصنع أو إقامة

مرفق، وهناك استثمارات طويلة الأمد يراوح زمنها بين خمس وعشر سنوات (وأحياناً أكثر) كمشروعات التشجير وإنتاج الأخشاب أو إقامة السدود المائية الضخمة أو برامج استحداث تقانات جديدة بما في ذلك من أعمال الموضوع العلمي والتصميم ثم التطبيق العملي إنتاجياً. كذلك يمكن التفريق بين أنواع الاستثمارات وفقاً للقطاع الإنتاجي الذي يجري فيه الاستثمار، كالاستثمارات الزراعية أو الصناعية أو العقارية أو الخدمية أو التقنية.

وهكذا فأن تصنيف الاستثمار يمتد لأنماط عدة كما سبق وأن إشارنا وهناك تصنيفات أخرى.

نظريات الاستثمار

تقوم نظريات الاستثمار بتقديم نظرية الاستثمار ومحدداته وتحليلها، والتي سنتعرض لها من خلال كل من نظرية الكفاية الحدية لرأس المال، ونظرية المعجل البسيط، ثم نظرية المعجل المرن، فنظرية الأرصدة الداخلية، وأخيراً النظرية الكلاسيكية الحديثة.

النظرية الكلاسيكية:

لقد اعتبر رواد هذه المدرسة(1750- 1859م) بأن الربح المصدر الأساسي للإدخار وهو يتحول إلى إستثمار مساو له تماما.

والعلاقة بين الاستثمار وسعر الفائدة لدى الكلاسيكيين هى علاقة عكسية ، فى حين أن العلاقة بين الإخار والفائدة علاقة طردية، ولكى يتساوى الاستثمار مع الادخار لابد من وجود سعر فائدة توازني.

النظرية الكينزية:

يقتصر مفهوم الاستثمار عند كينز على شراء السلع الإنتاجية بقصد الإضافة إلى الطاقة الانتاجية الموجوده فى الاقتصاد القومى، لأن هذا الفعل وحدة هو الذى يخلق عمالة وناتج إضافيين.

وفى نظر كينز يتميز الطلب على الاستثمار بأنه طلب غير مستقر ويتوقف على دوافع الاستثمار وقد ربطه بسعر الفائده وبالكفاية الحدية لرأسمال، وعرف كينز الكفاية الحدية لرأسمال على أنها سعر الخصم الذى يجعل القيمة الحالية للعائد المتوقع طيله حياة رأسمال الأصلى مساوى لثمن هذا الأصل.

فبينما ركزت النظرية الكلاسيكية على سعر الفائدة كعامل رئيسي محدد للاستثمار، أتت النظرية الكنزية الحديثة لتبين أن الاستثمار لا يتحدد فقط بسعر الفائدة إنما أيضاً بالعائد على الاستثمار. فسعر الفائدة يبين تكلفة الاستثمار بينما الكفاية الحدية لرأس المال العائد من هذا الاستثمار، وعملية المقارنة بين العاملين مهمة جداً.

ثانياً- نظرية المعجل :

تعتبر هذه النظرية على أن الاستثمار يتحدد على أساس التغير الذى يحدث فى الطلب الكلى وتقول هذه النظرية " إن حجم الاستثمار يعتمد على التغيرات فى حجم الطلب ويقاس حجم الطلب الكلى فى الاقتصاد بالدخل القومى، أى أن حجم الاستثمار يعتمد على التغيرات فى مستوى الدخل.

وتفترض فرضيين اساسيين هما

1- ثبات نسبة رأس المال إلى الانتاج.

2- التشغيل الكامل لطاقة الاقتصاد.

الفصل الثاني

محددات الاستثمار

المحددات القابلة للقياس.

القرار الاستثمارى هو القرار الذى يستطيع من خلاله المستثمر تحقيق أكبر عائد ممكن وهذا عن طريق توظيف موارده المتاحه، ويتم اتخاذ القرار الاستثمار فى إطار مثلث اتخاذ القرار الاستثمارى الذى يتضمن:

1- دراسة الجدوى ومعايير التقييم التى تمثل القاعدة الأساسية.

2- المتغيرات والمعلومات الداخلة وتقديراتها وتمثل المعلومات الداخلة.

3- المخرجات : وتتمثل فى الاختيار الذى يتم بواسطة متخذ القرار.

هناك مجموعة من المحددات التى يجب مراعاتها حينما يتخذ المستثمر قراره بالاستثمار، وتختلف أهمية هذه العوامل من المستثمر الخاص إلى المستثمر العمومى، ومحددات الاستثمار عديدة ومتشابكة ولكننا سوف نعتمد هنا على تصنيفها وفقا لأمكانية قياسها فهناك محددات قابلة للقياس وأخرى غير قابلة للقياس.

محددات الاستثمار القابلة للقياس:

أولا سعر الفائدة:

تتميز العلاقة بين الاستثمار وسعر الفائدة بأنها علاقة عكسية، وهذا يعود إلى كون الاستثمار يعتبر بمثابة طلب على النقود المدخرة، على ذلك فإن ارتفاع معدل الفائدة يعني انخفاض في مستوى الإنفاق الاستثماري حيث يصبح أكثر

تكلفة بالنسبة للمؤسسات التي تقوم بالاقتراض من أجل الاستثمار. أي أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة التكاليف التي تدفعها المؤسسات الإنتاجية، مقابل الاقتراض، ويصبح الإنفاق الاستثمار غير مربح ومكلفًا.

إن سعر الفائدة يؤثر على تكلفة الفرصة البديلة للمشروعات الاستثمارية، فإذا قامت المنشأة أو المؤسسة الإنتاجية بالاقتراض فإن سعر الفائدة يؤثر مباشرة على تكلفة الاستثمار، أما إذا كانت المؤسسات الإنتاجية تستخدم أرصدتها المالية، فإن معنى ذلك أنها تتنازل عن الفائدة التي كان من الممكن الحصول عليها لو أنها أقرضت هذا المال إلى شخص آخر بدلاً من استثماره.

نخلص من ذلك إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والاستثمار أن ارتفاع سعر الفائدة يعني زيادة تكلفة الاقتراض مما يؤدي إلى أن إقامة مشروع استثماري جديد يشكل خسارة في الدخل بسبب الفائدة التي يمكن أن يتحصل عليها على نفس الأرصدة المستثمرة، وذلك لأن سعر الفائدة يعتبر جزءا من تكلفة كل مشروع استثماري جديد، مما يؤدي إلى انخفاض الفائدة. ومع زيادة سعر الفائدة سوف يتم التخلي عن بعض المشروعات الاستثمارية الحدية.

مستوى الاستثمار بارتفاع سعر الفائدة، ويحدث العكس عند انخفاض سعر لا يتوقف حجم الاستثمار في النظرية الاقتصادية الكلية على حجم الدخل القومي، بل يتوقف على الميل للاستثمار ويحدد حجم الاستثمار في الفترة القصيرة حجم

التشغيل وحجم المبيعات الحالية والمبيعات في المستقبل، وذلك بسبب ثبات الميل للاستهلاك في الفترة القصيرة، وبالتالي يعتبر الاستثمار متغير أساسي مستقل والدخل متغير تابع، وهذا عكس العلاقة بين الاستهلاك والدخل.

ثانيا الكفاية الحدية لرأس المال:

وتعرف الكفاية الحدية لرأس المال بأنه: "معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية لصافي الغلات المتوقعة مساوية لثمن الأصل (تكلفة الإحلال)"، العلاقة بين الكفاية الحدية لرأس المال برصيد رأس المال علاقة عكسية. كما يتضح من الرسم المقابل. فكلما ارتفع الرصيد الرأسمالي كلما انخفضت الكفاية الحدية لرأس المال، والعكس بالعكس. إذاً، زيادة الرصيد الرأسمالي ستؤدي إلى انخفاض الكفاية الحدية لرأس المال(العائد على رأس المال)، حيث تعني زيادة الإنفاق الاستثماري زيادة الطلب على السلع الرأسمالية، فترتفع أسعار هذه الأخيرة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض العائد من هذه الأصول الرأسمالية (وفقا لقانون تناقص الغلة).

نجد أن ارتقاع حجم الاستثمار يعني زيادة في العرض وهذا يؤدي إلى انخفاض الاسعار وبطبيعة الحال سينخفض العائد الصافي المتوقع هذا من جهة، ومن جهة أخرى فأن ارتفاع معدل العائد الصافي سيدفع بحجم الاستثمار إلى الأعلى مع ثبات سعر الفائدة.

ثالثا الدخل:

الدخل هو كل إيراد يتحصل عليه الإنسان من عمله وماله، فالريع هو عائد الارض، والأجر هو عائد العمل، والربح عائد المخاطرة والابتكار والاحتكار.

عندما تحدث زيادة إيجابية في الدخل القومي، يتوقع رجال الأعمال حدوث زيادة في المبيعات في المستقبل، ويشعر رجال الأعمال بالتفاؤل مما يدفعهم إلى زيادة مستوى المخزون من السلع والخدمات الذي يعتبر جزء من الاستثمار، ويتم التخطيط من أجل مواجهة الإنفاق الجديد على الأرض، والمعدات الرأسمالية مما يؤدي إلى توسع السوق.

كما يعتبر مستوى الدخل القومي من المؤثرات الاستراتيجية في تحديد مستوى طلب المستهلكين على منتجات المشروعات المختلفة، فزيادة الدخل القومي تؤدي إلى زيادة طلب المستهلكين، مما يدفع المؤسسات الإنتاجية إلى زيادة إنفاقها الاستثماري من أجل التوسع لتلبية احتياجات الطلب الاستهلاكي المتوقع نظرا لتوقعها الحصول على عائدات كبيرة من استثماراتها.

كلما زاد مستوى الدخل القومي كلما زاد الطلب الاستهلاكي مما يشجع المستثمرين على زيادة الإنفاق الاستثماري الجديد حتى ولو كانت إقامة

المشروعات الاستثمارية الجديدة تتسم بقدر من المخاطرة، وذلك لأنها تتوقع بقدر كبير من الثقة تصريف منتجات هذه الاستثمارات بما يكفل تحقيق أرباح عالية.

زيادة مستوى الدخل القومي يؤدي إلى زيادة المبيعات حتى تصل المنشأة إلى الحد الأقصى لطاقتها الإنتاجية، مما يدفع إلى زيادة الاستثمار وزيادة التوسع في المستقبل، ويحدث العكس عند انخفاض مستوى الدخل القومي حيث يصبح الدافع إلى الاستثمار ضعيفا.

رابعا النمو السكاني:

يلعب النمو السكانى دور مهم فى قرار الاستثمار من خلال زيادة الطلب على مختلف السلع والخدمات، فكلما زاد عدد السكان حتما سيقابله زياده فى الطلب مما يعنى ارتفاع حجم الاستثمار لتلبية الطلب المتزايد.

خامسا الضرائب :

تؤثر الضرائب في قدرة واستعداد الأفراد والكيانات الاقتصادية المختلفة على تكوين الادخارات وبالتالي الاستثمار في مجالات متنوعة ومختلفة. وتعتمد هذه القدرة وهذا الاستعداد على السياسة الضريبية المتبعة وأنواع الضرائب ومعدلاتها وطبيعة القطاعات التي تفرض عليها ضرائب مختلفة دون غيرها، فضلاً عن طبيعة اقتصاد البلد وأنواع الأنشطة الاستثمارية المتداولة ومدى تقدم

هذا الاقتصاد أو تخلفه. وهناك الكثير من المحددات الأساسية التي تتعامل معها السياسة الضريبية والتي تفرض نفسها على العلاقة بين هذا النظام والاستثمار

تستخدم الكثير من الدول، السياسة الضريبية ضمن آلية تشجيع الاستثمارات. وقد أصدرت قوانين خاصة للاستثمار بشكل يمكن ملاحظة مدى وجود العلاقة بين الضريبة والاستثمارات وتشخيص العناصر التي يمكن من خلالها صياغة آليات أو أدوات تُستخدَم في تشجيع تدفق الاستثمارات إلى البلد. فالدول المختلفة لا تتبع سياسات ضريبية متماثلة، وبالتالي فليس من الضروري أن تستخدم الآليات والأدوات نفسها لزيادة تدفق الاستثمارات.

إلا أن العلاقة بين الضريبة والاستثمارات تؤدي بالضرورة إلى تكوين ما يسمى بالمحفزات الضريبية التي ترد في القوانين الضريبية أو أي قانون آخر ذي علاقة بمنح معاملة ضريبية تفضيلية لبعض الأنشطة على حساب أنشطة أخرى أو لبعض المنظمات على حساب منظمات أخرى. ولكن المحفزات الضريبية عموماً تؤدي إلى تخفيض معدلات الضريبة أو العبء الضريبي. فالنوع الأول من التخفيض ينصب على معدل الضريبة نفسه، مثل تخفيض معدل الضريبة من (10٪) إلى (8٪) ... أما التخفيض من النوع الثاني فإنه ينصب على الأساس الذي تفرض عليه الضريبة كاستخدام طريقة القسط المتناقص في معالجة الاندثار بحيث يؤدي ذلك إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة في أثناء السنوات الأولى

من النشاط وبالتالي تخفيض مقدار الضريبة. وهناك عدة أنواع من المحفزات الضريبية التي تساعد على تشجيع الاستثمارات لعل أهمها توفير المناخ الملائم للاستثمار.

سادسا التغير فى الأسعار:

إن التغير فى أسعار السلع والخدمات الإنتاجية له تأثير إيجابى وتأثير سلبى، فحين ترتفع أسعار السلع والخدمات التى تدخل فى استثمار ما فينخفض حجم هذا الاستثمار، وعندما ترتفع أسعار السلع والخدمات التى يتم الاستثمار فيها فأن ذلك يدفع المستثمرين إلى زيادة الاستثمار.

إن الطلب على رأس المال يتوقف على ثمن مستلزمات الإنتاج مثل المواد الأولية، البترول، الأجور، فإذا زاد معدل رأس المال إلى العمل بسبب زيادة الأجور، فإن ذلك يدفع المشروعات إلى إحلال رأس المال مكان العمالة ، إن انخفاض تكاليف مستلزمات الإنتاج تعمل على التوسع في الاستثمار، أما ارتفاع التكاليف تعمل على تقليل الاستثمار بسبب انخفاض العائد.

المحددات الغير قابلة للقياس

هناك مجموعة من المحددات التي تؤثر في القرار الاستثماري، ولكن لا يمكن قياسها وفي هذا السياق نشير إلى ما يلي:

أولا التكنولوجيا:

تعتبر التكنولوجيا من العوامل أو المتغيرات الهامة التي ترتبط بالاستثمار الثابت، فرجال الأعمال دائمي الموضوع عن الطرق والوسائل لزيادة الكفاءة الإنتاجية، عن طريق تقليل التكاليف، وزيادة الإنتاج، هذا يتطلب الأخذ بالطرق والوسائل التكنولوجية الحديثة والمتطورة حيث تعمل التكنولوجيا على خلق صناعات جديدة وتخفيض تكلفة الصناعات القائمة.

الابتكارات الجديدة في مجال الصناعات الإلكترونية واكتشاف أشعة ليزر فتح مجالات واسعة وإمكانيات جديدة أمام الصناعة. فالاكتشاف الذي قدمه بيسمار لإنتاج الصلب كان له أكبر الأثر في تخفيض التكاليف الخاصة بالسكك الحديدية وإنتاج السيارات، وانعكست آثار هذا الاكتشاف ليس فقط على تخفيض تكاليف النقل وإنما أيضا كان دافعا قويا لاكتشاف طريقة تصنيع الكاوتشوك، والمواد الأخرى اللازمة لإنتاج القطارات والسيارات، هذا بالإضافة إلى التطورات الكبيرة التي أحدثت ثورة حقيقية في صناعة الكيماويات.

إن التكنولوجيا الحديثة تعمل على خلق الأسواق الجديدة وتوظيف العمال وتقديم المنتجات جديدة أو تحسين في المنتجات القائمة، مع استخدام كميات أقل من عناصر الإنتاج لإنتاج نفس الحجم من المنتجات، كما أن الزيادة الكبيرة في الأرباح يتم تحقيقها من خلال البحوث والتطوير التي تعتبر دافعا هاما في تقديم الأساليب التكنولوجيا الحديثة.

نخلص من ذلك إلى أن التكنولوجيا الحديثة لها تأثير كبير على تخفيض التكاليف ومن ثم زيادة الإنتاج، وبالتالي زيادة الأرباح، وهي تعتبر من العوامل الهامة التي تؤثر على قرارات الاستثمار.

ثانيا التوقعات:

إن عامل التوقع يتميز هو كذلك بأهمية من أجل اتخاذ القرار الصائب، وقد تنقسم التوقعات إلى متفائلة ومتشائمة، فعندما يسود الشعور بالتفاؤل لدى المستثمرين، فإنها حتما تؤدى إلى زيادة مستوى الاستثمار، ويبنى هذا التفاؤل انطلاقا من الظروف المحيطه بالاستثمار كالظروف السياسية والاقتصادية فى الوقت الحاضر وفى المستقبل، والعكس فأن ساد الشعور بالتشاؤم لدى المستثمرين بشأن مستقبل أى استثمار فأنه غالبا ما يؤجلون قراراتهم بالاستثمار أو يتنازلون عنه.

وتتعد العوامل التي لها دور في التفاؤل والتشاؤم من عوامل اقتصادية كالتزايد حجم الطلب على منتجات معينة وحجم الأرباح....، وعوامل سياسية كالاستقرار السياسي وعوامل اجتماعية وعوامل تقنية.

ثالثا شخصية المستثمر:

رغم توفر الظروف الملائمة والجيدة للاستثمار، فأن القرار الأخير هو للمستثمر، وهنا تلعب شخصية متخذ القرار دوراً مهماً، وتميزة عدة صفات منها:

أ- الرغبة: ويقصد نزوع المستثمر باتجاة الاستثمار في مشروع ما من تلقاء نفسه، فهو عامل نفسي يلعب دور في جعل المستثمر يقوم بالاستثمار او رفضه، فكلما كانت هناك رغبة كلما زاد الإقبال على الاستثمار.

ب- الشجاعة : وهي الجرأة على الشروع في الاستثمار والتوسع فيه، فالتخوف أو التردد يربك المستثمر في اتخاذ القرار مما يؤثر في حجم الاستثمار.

هناك ثمة عوامل أخرى لم تذكر وتؤثر في الاستثمار كالعادات والتقاليد في المجتمع والمستوى الثقافي، كما تختلف التصنيفات التي تتناول محددات الاستثمار..

وفي السياق فأننا ممكن نشير إلى تصنيف أخر مختلف لمحددات الاستثمار بعيد عن التصنيف السابق الذي يقوم على مدى أمكانية قياسها أو لا.

حيث يمكننا تصنيفها من حيث طبيعتها إلى

1- محددات إدارية.

2- محددات اقتصادية.

3- محددات سياسية.

4- محددات قانونية.

5- محددات فنية.

رؤية لجذب الاستثمار

يمكن حصر العوامل التي تستطيع الدولة المضيفة أي المستقبلة للاستثمارات أن توفرها، لكي تصبح محطة ووهة أنظار المستثمرين الأجانب فيما يلي:

أ-العوامل الاقتصادية:المحيط الاقتصادي الملائم لجلب الاستثمارات الأجنبية هو الاقتصاد المتفتح على العالم الخارجي، حيث يكون هذا الانفتاح مصحوب ببعض الإجراءات التي تسهل من مهمة المستثمر، وتضمن له أرباح معتبرة، وذلك من خلال إحداث هياكل اقتصادية قادرة على استيعاب رؤوس أموال المستثمرين الأجانب، وتدعيم الخوصصة الإيجابية، والعمل وفق مبادئ اقتصاد السوق المنتج للثروات والسلع والخدمات، وكذلك من خلال تسهيل الإجراءات القانونية وجعلها تتماشى والتحرر الاقتصادي وحرية المبادرة، وعليه يمكن حصر وتلخيص العوامل الاقتصادية فيما يلي:

1)- العوامل المتعلقة بتوفير الموارد والأخرى المرتبطة بالموقع، وهي:

- وفرة المواد الأولية الضرورية في مختلف الميادين.

- ضمان مصادر التموين كما هو الحال في القطاع الإستخراجي: كالبترول والمعادن.

- توفر المناخ الطبيعي المساعد والمشجع للاستثمار.

2)- العوامل المتعلقة بمحددات ومزايا تكلفة الإنتاج، وهي:

- توفير اليد العاملة الرخيصة.

- تواجد مواقع ملائمة وغير مكلفة للاستثمار في البلدان النامية.

- انخفاض تكاليف النقل والمواصلات داخل البلد المستقبل للاستثمار.

3)- العوامل المتعلقة بحجم الأسواق والخدمات والمتوفرة، وهي:

- تواجد أسواق كثيرة ومتنوعة في البلدان النامية، وتميزها بغياب المنافسة المحلية فيها، مما يجعلها ويؤهلها لأن تكون عامل مهم لجلب المستثمر الأجنبي للإنتفاع ا نظرا لاستراتيجيتها وأهميتها.

- الخدمات المقدمة للمستهلكين غير مكلفة مقارنة بالبلدان المتقدمة.

- التعامل التفضيلي لتنمية المناطق الصناعية الموجودة والجديدة.

ب- **العوامل السياسية**:إ ن القيام بالاستثمار من طرف متعامل أجنبي يجعله يراعي كخطوة أولى الجانب السياسي لهذه الدولة، من خلال الاستقرار السياسي، الذي يلعب دورا أساسيا ومهما في إعطاء ثقة أكثر وتشجيع أكبر لجلب

الاستثمارات الأجنبية خاصة المباشرة منها، لأن المتعامل الأجنبي أو الشركة الدولية الراغبة في الاستثمار تنشئ فرعا او فروعا صناعية في الدول المستقبلة للاستثمارات، ولهذا يتوجب على هذه الدول أن تكون مستقرة سياسيا،

ت- **كما يجب عليها تقديم حوافز عدة من أجل جلب الاستثمارات**، وكذا الاهتمام والسهر على توفير مناخ ملائم يؤثر إيجابيا على قرارات المستثمرين، خاصة تلك المتعلقة بالموقع، وجعل الإجراءات التجارية أكثر مرونة وبساطة.

ج- **العوامل الضريبية والمالية**:لجلب المستثمرين الأجانب يجب أيضا توفير واستخدام بعض الحوافز الضريبية والمالية، والتي يمكن

تلخيصها فيما يلي:

1)- الإجراءات التشجيعية ذات الطابع الضريبي مثل:

- التخفيضات الضريبية لفترة معينة من مدة المشروع الاستثماري.-الإعفاء الضريبي عند بداية النشاط الإنتاجي.

2)- الإجراءات التشجيعية ذات الطابع المالي، مثل:

- توفير قروض بمعدلات تفضيلية.
- ضمانات تعويض القروض.
- ضمانات لتحويل الأرباح ورأس المال (إعادة التوطين).
- عدم التدخل في التسعير وترك الأمور لقوى العرض والطلب.

3)- الإجراءات التشجيعية لخلق مناطق حرة، مثل:

- الإعفاء من الحقوق الجمركية.

- الإعفاء من رسوم استيراد المواد الأولية وسلع التجهيز.

- الإعفاء من رسوم التصدير

الفصل الثالث

تمويل الاستثمارات

مفهوم التمويل و تعريفه

يعتبر التمويل كوظيفة أساسية و هامة من وظائف المؤسسة، مما أدى إلى تطور مفهومه بصفة ملحوظة ، فيمكن صياغة التمويل على أنه مجمل الوسائل للإقراض و التي تسمح للمؤسسة بضمان إستمرارية نشاطها ، هذا من المنظور الضيق أما من المنظور الواسع الأقرب للواقع فهو مجموع العمليات التي تبقى من خلالها المؤسسة قادرة على تلبية إحتياجاتها من رؤوس الاموال.

فالتمويل تعريفا هو :" توفر النقود في الوقت المناسب، أي الوقت الذي تكون فيه المؤسسة في أمس الحاجة للأموال، كما يوفر التمويل الوسائل التي تمكن الأفراد و المؤسسات على الإستهلاك و الإنتاج على الترتيب و ذلك في فترات معينة"

فتعريف التمويل ليس محصورا أو محددا فيمكن تعريفه كذلك بأنه إمداد الأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها كذلك توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع و تطوير مشروع خاص أو عام"

* لابد أن نشير إلى أنه لابد أن نتذكر ثلاث قواعد أساسية في تمويل المؤسسات الإقتصادية وهي :

1- يجب تمويل الأصول الثابتة للمؤسسة عن طريق الأموال الدائمة ، بمعنى الاموال الخاصة مضافا إليها القروض الطويلة و المتوسطة الاجل.

2- يمكن تمويل الأصول المتداولة بواسطة القروض قصيرة الأجل

3- ينبغي المحافظة على هامش أمان يتمثل في تمويل جزء من الأصول المتداولة بالأموال الدائمة ، و هذا الهامش يعرف برأس المال العام الدائم

وظائف التمويل و أهميته

يمكن إجمال وظائف التمويل في الوظائف الخمس الآتية:

1- **التخطيط المالي:** هو نوع من أنواع التخطيط يساعد في الإعداد في المستقبل حيث أن تقديرات المبيعات و المصاريف المستقبلة الرأسمالية توجه تفكير المدير المالي نحو المتطلبات المالية المالية في المستقبل .

2- **الرقابة المالية** : و هي مقارنة أداء المنشآت بالخطط الموضوعة

3- **الحصول على الأموال** : من خلال تبيان التدفقات النقدية الداخلة و الخارجة خلال الفترة التي تشملها الخطة.

4- **إستثمار الأموال** : بعد قيام المدير المالي بإعداد الخطط المالية و الحصول على الأموال من مصادرها ، عليه أن يتأكد من ان هذه الاموال تستخدم بحكمة و تستخدم إستخداما إقتصاديا داخل المنشآت.

5- **مقابلة مشاكل خاصة:**

إن الوظائف السابقة في وظائف دورية و دائمة للإدارة المالية و المدير المالي، و لكن قد تظهر مشاكل مالية ذات طبيعة خاصة و غير متكررة ، و قد لا تحدث خلال المشروع.

يمكن إبراز العناصر الدالة على أهمية التمويل مما يلي:

- توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الإقتصادية ذات العجز في أوقات حاجتها إليها.
- تحقيق النمو الإقتصادي و الإجتماعي للبلاد ، مما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.
- توفير مناصب شغل جديدة تؤدي إلى القضاء على البطالة.
- تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة.
- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية.
- توفير السكن ، توفير العمل ...إلخ.

مصادر و طرق التمويل

يمكن تلخيصها في ثلاث عناصر:

1- مصادر التمويل قصيرة الأجل :

تنقسم بدورها إلى الإئتمان المصرفي و الإئتمان التجاري و تقوم البنوك التجارية بتزويد المنشآت المختلفة بما تحتاج إليه من اموال لتمويل عملياتها الجارية.

2- مصادر التمويل متوسطة الاجل :

يعرف التمويل متوسط الأجل بأنه ذلك النوع من القروض الذي يتم سداده في فترة تزيد عن السنة ، ولكن تقل عن 10 سنوات ، و هذا النوع من القروض ينقسم إلى : قروض مباشرة و التمويل بالإستئجار

3- مصادر التمويل طويلة الأجل :

تتمثل في اموال الملكية و الأموال المقترضة .

المطلب الرابع : طرق التمويل

يمكن التمييز بين ثلاثة طرق من التمويل هي :

- التمويل الداخلي
- التمويل المباشر
- التمويل الغير مباشر

1- التمويل الداخلي :

و هو يمثل حالة الإرتباط المباشر بين عمليتي تجميع المدخرات و استخدامها في تمويل مختلف الأنشطة.

و يمكن تصور التمويل الداخلي على مستوى كل من المؤسسات و الإدارات و العائلات على النحو التالي:

1-1 التمويل الداخلي على مستوى المؤسسات الإقتصادية:

و هو ما يعرف عادة بمصطلح التمويل الذاتي للمؤسسة و الذي يقصد به :

" إمكانية المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها"

و يمكن أن تلجأ حتى إن لم يكن كل المؤسسات الإقتصادية إلى استخدام هذا النوع من التمويل. و ذلك من خلال ما تمتلكه من موارد ذاتية متاحة ، و التي تتكون عموما من الفوائض النقدية الناتجة عن العمليات الجارية و المتمثلة في الأرباح المتراكمة و غير الموزعة ، مجموع مخصصات الإهتلاكات و المؤونات ذات الطابع الإحتياطي.

و عليه فإنه يتضح جليا أن هناك غرضين من التمويل الداخلي للمؤسسات الإقتصادية.

ذلك أن الهدف الأول الذي يسعى إلى تحقيقه يتمثل في المحافظة على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة. ذلك بواسطة مخصصات الإهتلاك و إحتياطي إرتفاع الأسعار الأصول الاستثمارية.

أما بشأن الهدف الثاني الذي يراد تحقيقه من هذه الطريقة التمويلية ، فيتمثل في توسع المؤسسة ، و تنميتها و ذلك من خلال ما تحوزه من أرباح غير موزعة و إحتياطات.

و مما سبق فإن التمويل الداخلي للمؤسسة هو عبارة عن مجموع الأموال المحتجزة بغض النظر عن تعداد أشكالها.

2-1 التمويل الداخلي بالنسبة للعائلات أو الإدارات العمومية:

هذا النوع من التمويل الداخلي لقطاع العائلات أو قطاع الإدارات لا يختلف كثيرا في مفهومه عن التمويل الذاتي ، ذلك لأنه يمكن تعريفه بأنه إمكانية العائلات أو الإدارات العمومية على تمويل نفسها بنفسها من خلال ما بحوزتها من إدخارات ، و بالنسبة للعائلات فإن هذا النوع من التمويل يكون مصدره الدخل ، ذلك من خلال النسبة المخصصة منه للإدخار حيث أنه كلما ارتفع الدخل تزيد معه الكمية المدخرة ، و منه المخصصة للتمويل.

كما أن هذا النوع من التمويل تكبر أهميته في الحالات التي يصعب فيها إمكانية الحصول على تمويلات من خارج القطاع العائلي و التي قد تحقق بكن بشروط

قاسية منها ارتفاع معدلات الفائدة و عندما تتوجه العائلات إلى الإعتماد على التمويل عن طريق مواردها الذاتية ، مضحية باحتياجاتها الإستهلاكية و يقوم قطاع العائلات بتوجيه مدخراته و استخدامها في إنشاء رأس مال طبيعي خاص بهم.

أما بخصوص الإدارات العمومية ، ممثلة بالحكومة ، فإن التمويل الداخلي الخاص بها يتكون في الأساس من مواردها الخاصة الحاصلة من فائض الميزانية عامة. و من ثم فإنه بإمكانها أن تلجأ إلى مثل هذا النوع من التمويل، و ذلك من أجل إنشاء و تكوين رؤوس أموال طبيعية ترتبط بأنشطتها الإدارية و التقنية.

و من أهم نتائج استخدام طريقة التمويل الداخلي ، أنه لا ينتج عنها الزيادة في كمية النقود عموما. ذلك لأن هذه الطريقة تعني فيها تحويل أصول نقدية موجودة بالفعل إلى أصول طبيعية.

2- التمويل المباشر :

و تعتبر هذه الطريقة من طرق التمويل الخارجي، حيث تعبر عن العلاقة المباشرة بين المدخر و المستثمر دون تدخل أي وسيط مالي. بمعنى أن الوحدات الإقتصادية ذات الفوائض المالية تقوم بتوجيه فوائضها إلى الوحدات ذات العجز المالي.

و يمكن تصور التمويل المباشر على مستوى كل من المؤسسات الإقتصادية، العائلات و الإدارات العمومية كما يلي:

2-1 التمويل المباشر على مستوى المؤسسات الإقتصادية:

تستطيع هذه المؤسسات الأخذ بطريقة التمويل المباشر على مستويين هما :

بواسطة حصولها على القروض و التسهيلات الإئتمانية من مورديها و زبائنها أو مؤسسات أخرى.

بواسطة دعوة الجمهور العريض في توظيف مدخراته على شكل استثمار مالي في الأوراق المالية من أسهم و سندات و قيم مهجنة ، حيث يمثل السهم حق ملكية لجزء من رأسمال المؤسسة المصدرة ، في حين أن السند يمثل حق الدائنية في ذمة المؤسسة المصدرة له ، بينما الورقة المهنجة هي مزيج بين السهم و السند.

2-2 التمويل المباشر بالنسبة للعائلات :

حسب هذه الطريقة التمويلية ، فإن العائلات يمكنها أن تحصل على الأوراق اللازمة و الضرورية لتمويل إحتياجاتها الاستثمارية و الإستهلاكية دون اللجوء إلى الوساطة المالية المتمثلة في المؤسسات المالية و النقدية و من أهم أوجه هذه الطريقة نجد تلك القروض المباشرة التي تتم بين العائلات فيما بينها، أو بين العائلات و المؤسسات. و عادة ما يتم إثبات حق الدائنية بموجب أوراق تجارية من كمبيالات و غيرها.

و لعل الطبيعة الثانية و الخاصة بتطوير العلاقة بين المؤسسات الإقتصادية الكبيرة مع زبائنها و ذلك من خلال منح هؤلاء الزبائن القدرة الإستهلاكية ، الإئتمان و القوة الشرائية المطلوبة حتى يمكنهم الحصول على منتجات المؤسسات من مختلف السلع و الخدمات.

2-3 التمويل المباشر للأوراق العمومية:

وفق هذه الطريقة التمويلية، فإن الحكومة كعون إقتصادي يمكنها الحصول على الأموال اللازمة لتمويل إحتياجاتها خاصة منها الاستثمارية و ذلك من خلال القروض التي تتحصل عليها من طرف العائلات و المؤسسات من غير الهيئات المالية و النقدية.

و حتى تستطيع الحكومة تجميع مدخرات العائلات و المؤسسات من أجل استخدامها في تغطية احتياجاتها المالية المتعددة، فإنها تلجأ إلى إصدار سندات متنوعة و متعددة ذات معدلات فائدة و مدة استهلاك مختلفة، و من أهم الأدوات المالية المستخدمة لهذا الغرض، نجد على أن تكون ممثلة لقروض مؤسسات عامة أو مؤسسات متخصصة مضمونة من قبل الدولة، و في هذا المجال نشير إلى أن الدولة قد تصدر سندات عامة ، لا يكون الغرض منها التمويل الاستثماري بل الحد من آثار التضخم أو امتصاص القوة الشرائية، بمعنى جمعها بدافع منعها من أن يتم صرفها كإنفاق إستثماري أو إستهلاكي.

و نشير إلى ان هذه الطريقة التمويلية قد تتصف بأنها أداة في يد الحكومة تقوم بإجبار الوحدات الإقتصادية في توظيف فوائض قيمها.

و أخيرا فإن أهم نتائج استخدام طريقة التمويل المباشر أنها مثل الطريقة السابقة ، أي طريقة التمويل الداخلي ، لا يترتب عنها الزيادة من كمية النقود، بمعنى عدم زيادة حجم وسائل الدفع ، ذلك لأنها كسابقتها تعني القيام بتحويل الفوائض النقدية الموجودة حقيقة لدى مختلف الوحدات الاقتصادية، إلى أصول طبيعية ...إلخ.

3- التمويل غير المباشر:

و هو طريقة من طرق التمويل الخارجي، هذا التمويل الذي يتم من خلال الأسواق عن طريق مؤسسات الوساطة المالية ، سواء كانت نقدية أو غير نقدية ، حيث تتولى هذه المؤسسات مهمة جمع الإدخارات النقدية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض من عائلات و مؤسسات إقتصادية ثم تقوم بتوزيع ما جمعته من مدخرات على الوحدات المحتاجة، و يتجلى ذلك من خلال ما تمنحه من قروض للأشخاص الطبيعيين أو الإعتباريين ، و القاعدة هنا ان مؤسسات الوساطة المالية تقوم بقرض ما اقترضته.

و نشير إلى أن هذه الطريقة التمويلية تستمد أهميتها من ان العديد من الوحدات الإقتصادية التي لها فوائض نقدية ، قد تحجم عن أن تقوم الاستثمارات مباشرة

لإعتبارات عديدة ، أهمها الخوف من النتائج و عواقب هذا النوع من الاستثمارات و عدم الثقة فيها ، و كذا عدم الرغبة في تحمل المخاطر المرتبطة بالاستثمارات المباشرة ، و قد يكون السبب في ذلك هو أن تلك الوحدات تفضل السيولة ، و لا ترغب في تجميد وظائفها . و من هنا تأتي مؤسسات الوساطة المالية كأداة لجمع مدخرات هاته الوحدات محققة لهم جملة من تطلعاتهن بتقديم خدمات (التأمين) أو إشباع رغبة المحافظية على السيولة ...إلخ.

وفي الختام ، فإن أهم نتائج طريقة التمويل غير المباشر تتجلى في النقطتين التاليتين:

قدرة مؤسسات الوساطة المالية على تحويل الإكتناز الإدخاري إلى توظيف إدخاري و ذلك على النحو التالي تتقلص معه كمية المدخرات التي كان مآلها الطبيعي الإكتناز.

قدرة عدد من مؤسسات الوساطة المالية، خاصة المصارف منها على أن تقوم بالمساهمة في مضاعفة حجم القوة الشرائية الموجهة للتوظيف الاستثماري ، و ذلك بالإعتماد على قدر معين من المدخرات النقدية عندما تقوم بعمليات التمويل المباشر ، و من تم فإن النظام البنكي عموما بإمكانه توفير قوة شرائية عن طريق التوسع النقدي و يمكنه أن يوجه هذه القوة الشرائية للتوظيف الاستثماري.

إن المؤسسة تمارس خلال نشاطها العادي عدة عمليات مختلفة :

شراء، الإنتاج ، البيع ، الإستدانة، إستثمار،...هذه العمليات تنتج تدفقات يمكن ترجمتها ترجمة محاسبية و يمكن تقسيمها إلى نوعين:

تدفقات نقدية، تدفقات حقيقة.

و من أجل تحليل دقيق لنشاط المؤسسة ، ثم تبني و منذ فترة طويلة نظام تقسيم نشاط المؤسسة خلال دورة إستغلالية ، إلى وظائف أساسية هي : الإستغلال ، الاستثمار ، التمويل.

و من خلال هذه الدورات فإن جدول تمويل تم بناؤه وفقا لها ، فهو يوضح بذلك كل المراحل التي تمر بها المؤسسة خلال نشاطها العادي.

* **عمليات الإستغلال:** النتائج ، التكاليف ،حالة الخزينة ، الإهتلاكات و المؤونات ،تغير في مستوى المخزون.

* **عمليات الاستثمار** : إقتناء إستثمارات جديدة،...

* **عمليات الخاصة بالتمويل** : رأس المال، أرباح الشراكاء ، المداخيل الناتجة عن الديون الجديدة ،تسديد الديون، التسبيقات...

إن الأهداف العامة من وضع جدول (مخطط) تمويل هي :

1- **أهداف إقتصادية :** تمويل إحتياجات المؤسسة بأقل تكلفة ممكنة.

2- **أهداف مالية :** ضمان الإستخدام الجيد للموارد المالية بغية الحصول على مردودية جيدة للأموال المستثمرة.

مخطط تمويل الاستثمارات

انصب اهتمام مسيري المؤسسات المؤسسات و منذ فترة طويلة في البحث عن وسائل و أدوات تحليلة تسمح خلال فترة زمنية معينة بإعطاء صورة ديناميكية عن تطور المؤسسة ، احتياجاتها ، و عن هيكلها المالي، و تعتبر الميزانية المحاسبية و جدول حسابات النتائج إحدىٰ هذه الأدوات بالرغم من بعض العيوب التي يمكن حصرها فيما يلي :

الميزانية تعتبر صورة رقمية لمجمل حسابات المؤسسة ، فهي لا توفر للمسير سوىٰ معلومات ثابتة تتعلق فقط بالذمة المالية لها.

أما جدول حسابات النتائج فما هو إلا صورة لنتائج نشاط المؤسسة، فهو بذلك ترجمة فقط لربحيتها أو خسارتها خلال دورة معينة بدون توفير أية تفسيرات.

و بالمقابل نجد ان جدول التمويل (مخطط التمويل) الذي يصف المصادر التي تتوفر لدىٰ المؤسسة و كيفية إستغلالها، و توظيفها مواجهة مستلزماتها.

أسباب استعمال جدول (مخطط) التمويل:

لا يوجد رسم وحيد لجدول التمويل متفق غليه ، لأنه ما يهم المسير من خلال هذه الأداة هو إستنتاج المعلومات المهمة التالية و المتعلقة ب:

قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، مردوديتها، احتياجاتها من التمويل و أيضا التنبؤ بالأخطار التي قد تؤدي بها إلى العجز (فشل المشروع). و من خلال العرض الموجز فإنه يمكن تقسيم طبيعة هذا الجدول إلى :

- جدول متمحور أساسا على تحليل رأس المال العامل .
- الجدول متمحور أيضا على تحليل التغير في الخزينة.
- الجدول هو مزيج يسمح بالكشف عن العلاقة بين رأس المال العامل و إحتياجات رأس المال العامل.

و تعود أسباب اختيار المؤسسات لهذا الجدول إلى الأسباب التالية :

* لأن الجدول من جهة يتجاوب و أهداف السياية المالية للمؤسسة.

* لأن حياة المؤسسة تتمحور أساسا في 3 دورات أساسية هي : الإستغلال ، الاستثمار ، التمويل.

* أيضا للتفاوض مع البنوك ، أصبح جدول التمويل وثيقة أساسية تشكل ملف طلب القروض لدى البنوك.

مفهوم جدول التمويل

إن جدول التمويل يبين خلال فترة زمنية معينة ، جميع موارد المؤسسة الموضوعة و المتاحة لديها، لمواجهة احتياجاتها المستقبلية فهو بذلك تخطيط لسياسة تسيير المؤسسة و هيكلة وسائل تمويلها.

فهو يعتبر جدول الإستخدامات و الموارد ، و يشرح التغيرات الحاصلة في ذمة المؤسسة خلال فترة زمنية مرجعية ، بتبين المصادر المتاحة و التي بواسطتها يتم مواجهة إحتياجات المؤسسة المستقبلية.

إن جدول التمويل يعتبر أداة التحليل، نعلم أن توفر بعض المؤشرات المالية الأساسية لدى المؤسسة تعتبر ضرورة ملحة ، خاصة و أننا نعلم بأنها تواجه خلال دورتها الإستغلالية عدة مشاكل و صعاب.

و لذلك نعتبر مثلا الوفاء بالإلتزامات، المردودية ، و احتياجات التمويل الحاضرة و المستقبلية، من بين أهم هذه المؤشرات ، إضافة إلى ذلك خطر الفشل الذي يعتبر لهذه المؤشرات الثلاث.

إعداد جدول التمويل

نعلم أن مستوى إحتياجات تمويل الإستغلال تتغير ، بدلالة عدة عوامل: مدة فترة دورة الإستغلال، تكلفة الإستغلال، حجم النشاط، بالإضافة إلى سياسة القرض (زبون، المورد).

إن عملية التسيير لا تنحصر فقط في الإهتمام بتحصيل و متابعة العمليات الحالية فقط، بل هو تحصيل و متابعة العمليات المستقبلية أيضا، بواسطة عملية التقدير أو التنبؤ. هذه الأخيرة هي معقدة لكن ضرورية لضمان متابعة تطور نشاط المؤسسة ، بشكل يسمح بالتنبيه للأخطار الممكنة ، و على هذا فهي تحتاج للقيام

بذلك إلى إمكانيات حديثة توضع خصيصا لمعالجة المعطيات و القيام بعملية للتنبؤ على الديون القصيرة و المتوسطة الأجل.

بالإضافة إلى ضرورة توفر نوعين من المعلومات وعلى مستويين :

معلومات داخلية، و أخرى خارجية . فعلى المستوى الداخلي : لابد للمؤسسة أن تكون قادرة على توفير معطيات التحصيل و الإنفاق . أما على المستوى الخارجي: معلومات تخص علاقاتها مع الغير مثلا: الهيئات المالية (البنوك).

جدول التمويل أو جدول الموارد و الإستخدامات.

تعريف جدول التمويل

هو البيان الذي يمثل كيفية التغيرات على الذمة المالية للمؤسسة بين فترتين (سنتين)، وهو يفسر طريقة التغيرات التي تطرأ على مكونات الميانية في سنة معينة، بحيث هذا الجدول يوضح لنا مصدر الموارد الجديدة التي تحصلت عليها هذه السنة من جهة و الإتجاهات التي استعملت فيها من جهة أخرى.

أو بعبارة أخرى، فإن جدول التمويل يعطي إجابات لعديد من الأسئلة عن سبب لجوء المنشأة لمصادر تمويل خارجية ، وعن الكيفية التي تم بها تمويل التوسعات، و عن حركة الأصول و الخصوم خلال عام، و ما شابه ذلك من أسئلة.

هيكلة جدول التمويل

إن جدول التمويل يخضع لنفس المنطق التي تخضع له الميزانية ، حيث يرتكز على موارد ، وهذه الموارد إما أن تكون داخلية أو خارجية و إستخدامات إما أن تكون استخدامات دائمة أو نهائية.

1- الموارد:

1-1 الموارد الداخلية (قدرة تمويل الذات C.A.F): و تتكون من العناصر التالية:

- قيمة الإهتلاكات
- نتيجة المؤسسة
- المؤونات ذات الطابع الإحتياطي

1-2 الموارد الخارجية : و تتكون من :

- التنازلات عن الاستثمارات
- ارتفاع رأس مال المؤسسة
- الزيادة (الإرتفاع) المتحصل عليها في الديون المتوسطة و طويلة الأجل
- فوق الاستثمارات المسترجعة المتوسطة و طويلة الأجل
- مساعدات من أجل عملية التجهيز

2-1 **إستخدامات دائمة:** تتمثل في :

- إرتفاع المصاريف المالية
- زيادة في الاستثمارات قيد الإنجاز
- الحيازة على إستثمارات جديدة
- الحيازة على حقوق إستثمارات جديدة.

2-2 **إستخدامات نهائية:** تتمثل في :

- توزيع النتائج
- تسديد الديون الطويلة و المتوسطة الأجل.

3- العناصر ذات المدى القصير المتعلقة بموارد و إستعمالات إستغلالية قصيرة :

إذ نلاحظ أن أي ارتفاع في قيم الإستغلال و القيم المحققة المتداولة و إذ نلاحظ أن أي ارتفاع في قيم الإستغلال و القيم المحققة المتداولة و إنخفاض في الديون قصيرة الأجل (ما عدا التسبيقات البنكية) يؤدي إلى إحتياجات الدورة و العكس يؤدي إلى رفع الموارد الدورية بحيث نتحصل على المعادلة التالية :

Δإحتياجات رأس المال العامل (ΔFR)= Δإحتياجات الدورة – Δموارد الدورة

Δ: تعني تغيرات

و تحتوي موارد الدورة الجديدة على العناصر التالية:

- ارتفاع الديون قصيرة الاجل (ما عدا السلفات المصرفية)

- إنخفاض في قيمة المخزون
- إنخفاض في قيمة حسابات الزبائن
- أما الإستخدامات الجديدة فتحتوي على :
- إنخفاض حسابات الديون قصيرة الأجل (ما عدا السلفات)
- إرتفاع في قيمة المخزون
- إرتفاع حسابات الزبائن

و لإيجاد التغيرات على مستوى الخزينة، لابد من دراسة تغيرات العناصر التالية:

- إرتفاع السلفات المصرفية
- إنخفاض القيم الجاهزة
- إنخفاض السلفات المصرفية
- إرتفاع القيم الجاهزة

و من هنا نتوصل إلى إستخراج تغيرات الخزينة من العلاقة التالية :

Δ الخزينة = Δ رأس المال العامل (ΔFR)- Δإحتياجات رأس المال العامل(ΔBFR)

و خلاصة لهذا يمكن أن نعطي شكل التمويل أو جدول الموارد و الإستخدامات، و من جهة أخرى يمكن الإشارة بأنه توجد عدة نماذج لجدول التمويل و لكن كل النماذج تهدف إلى نفس الغرض (لاحظ شكل جدول التمويل الموجود في الصفحة الموالية)

إضافة إلى هذا يمكن القول ، بأن جدول التمويل و خاصة إذل شمل عدة دورات متتالية ، فإنه يعتبر الوثيقة التي تترجم تركيبة السياسة المالية للمؤسسة من دورة إلى دورة أخرى . كما أنه يعطينا لمحة عن تغيرات رأس المال العامل الصافي و مصدر هذه التغيرات.

أما إن كان التحليل من أسفل الميزانية فإنه يمكننا من معرفة ، هل المؤسسة تحقق توازن مالي ملائم EQUILIBRE FINANCIER SATISFAISANT

هيكلة جدول التمويل لجدول الموارد و الإستخدامات

إستخدامات	مبالغ	موارد	مبالغ
زيادة المصاريف الإعدادية (التمهيدية) زيادة الاستثمارات (بالقيمة الإجمالية) زيادة الاستثمارات الأخرى توزيع النتائج إنخفاض رأس مال المؤسسة		إرتفاع رأس مال المؤسسة زيادة الديون الطويلة المتوسطة الأجل إنخفاض الاستثمارات زيادة التمويل الذاتي الإحتياطات الإهتلاكات	

تسديد الديون طويلة و متوسطة الأجل		نتيجة المؤسسة المؤونة ذات الطابع الإحتياطي	
Δ (تغير) مجموع الإستخدامات		Δ (تغير) مجموع الموارد	
Δ رأس المال العامل =Δ مجموع الموارد – Δ مجموع الإستخدامات			
زيادة قيم الإستغلال زيادة في القيم المحققة المتداولة نقص في الديون قصيرة الأجل (ما عدا السلفات المصرفية)		زيادة الديون قصيرة الأجل (ما عدا السلفات المصرفية) نقص في قيم الإستغلال نقص في القيم المحققة المتداولة	
(تغير) مجموع الإستخدامات		(تغير) مجموع الموارد	
تغير إحتياجات رأس المال العامل =(تغير) مجموع الإستخدامات-(تغير) مجموع الموارد			
زيادة في القيم الجاهزة نقص السلقات المصرفية		زيادة في السلفات المصرفية نقص في القيم الجاهزة	
(تغير) مجموع الإستخدامات		(تغير) مجموع الموارد	

تغير الخزينة = (تغير) مجموع الإستخدامات - (تغير) مجموع الموارد

ملاحظة : الشكل يمثل جدول التمويل لدورتين متتاليتين (ن، ن-1)

الفصل الرابع

مجالات وأدوات الاستثمار

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الإقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد. وبهذا المفهوم فإن معنى مجال الاستثمار أكثر شمولا من معنى أداة الاستثمار.

فإذا ما قلنا بأن مستثمر ما يوظف أمواله في الاستثمارات المحلية، بينما يوظف مستثمر آخر أمواله في الإمالية،الأجنبية فإّن تفكيرنا هنا يتجه نحو مجال الاستثمار.أما لو قلنا بأنّ المستثمر الأول يوظف أمواله في سوق العقار بينما يوظف الثاني أمواله في سوق الأوراق المالية، فإنّ تفكيرنا في هذه الحالة يتجه نحو أداة الاستثمار.[1]

و عموما، وكما تختلف مجالات الاستثمار، تختلف أيضا أدوات الاستثمار المتوفرة في كلّ مجال، وهذا ما يوفر للمستثمر بدائل استثمارية متعددة تتيح له الفرصة لإختيار ما يناسبه منها.

و يمكن تبويب مجالات الاستثمار من زوايا مختلفة، ولكن من أهم هذه التبويبات المتعارف عليها نوعان هما:

أ- المعيار الجغرافي لمجالات الاستثمار

ب- المعيار النوعي لمجالات الاستثمار.

---

[1] محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات – الإطار النظري و التطبيقات العلمية- 1999- ص 61

I -1- المعيار الجغرافي لمجالات الاستثمار:

تبوب الاستثمارات من زاوية جغرافية إلى استثمارات محلية و استثمارات خارجية أو أجنبية.

أ- الاستثمارات المحلية:

تشمل مجالات الاستثمار المحلية جميع الفرص المتاحة للإستثمار في السوق المحلي، بغض النظر عن أداة الاستثمار المستخدمة مثل: العقارات، الأوراق المالية و الذهب، والمشروعات التجارية.

ب- الاستثمارات الخارجية أو الأجنبية:

تشمل مجالات الاستثمار جميع الفرص المتاحة في الاستثمار في الأسواق الأجنبية، مهما كانت أدوات الاستثمار المستخدمة. و تتم الاستثمارات الخارجية من قبل الأفراد و المؤسسات المالية إمّا بشكل مباشر أو غير مباشر.

فلو قام مستثمر جزائري مثلا بشراء عقار في لندن بقصد المتاجرة، أو قامت الحكومة الجزائرية بشراء حصة في شركة عالمية مثل شركة مر سيدس، فإنه استثمار خارجي مباشر. أما لو قام ذلك الشخص بشراء حصة في محفظة مالية لشركة استثمار جزائرية تستثمر أموالها في بورصة نيويورك، في هذه الحالة فإنّه استثمار خارجيا غير مباشر بالنسبة للفرد المستثمر، ومباشر بالنسبة لشركة الاستثمار.

مزايا الاستثمارات الخارجية و عيوبها: [2]

1- مزاياها:

- توفر للمستثمر مرونة كبيرة في اختيار أدوات الاستثمار.
- تهيئ له مبدأ توزيع المخاطر بشكل أفضل.
- تتميز بوجود أسواق متنوعة و متطورة.
- تتوفر في هذه الأسواق قنوات إيصال فعّالة و نشيطة.
- تتوفر الخبرات المتخصصة من المحللين و الوسطاء الماليين.

2- عيوبها:

- ارتفاع درجة المخاطرة و المتعلقة بالظروف السياسية.
- قد يكون لها تأثير على الإنتماء الوطني للمستثمر لأنه يسعى وراء مصالحه في الخارج بدلا من استثمارها في الوطن.
- احتمال ازدواجية الضرائب.
- مخاطر تغير القوة الشرائية لوحدة النقد و التي تنشأ عن تقلب أسعار الصرف العملة الأجنبية.

محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات – الإطار النظري و التطبيقات العلمية- 1999- ص 61

I -1-2- المعيار النوعي لمجال الاستثمار: [3]

تبوب مجالات الاستثمار من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى استثمارات حقيقية أخرى مالية.

أ- الاستثمارات الحقيقية أو الإقتصادية:

يعتبر الاستثمار حقيقيا أو اقتصاديا عندما يكون للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار، السلع، الذهب...ألخ.

و الأصل الحقيقي يقصد به كل أصل له قيمة اقتصادية في حدّ ذاته، و يترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل سلعة أو على شكل خدمة مثل العقار.أمّا السهم، فهو أصل مالي، ولا يمكن اعتباره أصل حقيقي لأنه لا يترتب لحامله حق الحيازة في أصل حقيقي، و إنما لمالكه حق المطالبة بالحصول على عائد.

و عموما فإنّ جميع الاستثمارات المتعارف عليها عدا الأوراق المالية، هي استثمارات حقيقية، لذا يطلق عليها البعض مصطلح الاستثمار في غير الوراق المالية، كما يطلق عليها آخرون مصطلح استثمارات الأعمال و المشروعات. و إذا كان عامل الأمان من أهم مزايا الاستثمار في الأصول الحقيقية، فإن المستثمر فيها يواجه عدة مشاكل أهمها:

---

[3] زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي؛ -1997- ص 39

* اختلاف درجة المخاطرة للاستثمار بين أصل و آخر، لأن هذه الأصول غير متجانسة.

* بسبب عدم توافر سوق ثانوي فعّال لتداول هذه الأصول.

* يترتب على المستثمر فيها نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبيا (تكاليف النقل، التخزين...)

* يترتب الاستثمار فيها خبرة متخصصة و ذات دراية بطبيعة الأصل محل الاستثمار.

خصائص الأصول الحقيقية: من أهم الخصائص نذكر ما يلي:

- غير متجانسة و هي بذلك تحتاج إلى الخبرة و المهارة و التخصص للتعامل بها.
- لها قيمة ذاتية، و لها كيان مادي ملموس.
- تتمتع بدرجة عالية من الأمان.
- تحصل المنفعة فيها من خلال استخدامها
- الاستثمار بها استثمار حقيقي يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني، ويساهم في تكوين رأس مال البلد
- قابليتها للتسويق منخفضة، و لذلك فسيولتها منخفضة.

- يترتب عليها نفقات النقل و التخزين في حالة السلع، و الصيانة في حالة العقار.

ب- الاستثمار المالي:

و تشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم، أو سند، أو شهادة إيداع...ألخ.

و الأصل المالي: يمثل حقا ماليا لمالكه أو لحامله، المطالبة بأصل حقيقي، و يكون عادة مرفقا بمستند قانوني، كما يترتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية. و ما يحدث في السوق الثانوية من عمليات بيع أو شراء للأسهم أو السندات فيعتبر نقل ملكية الأصل المالي، حيث يتخلى البائع عن ملكية لذلك الأصل (سهم، السند...) مقابل حصوله على المقابل، فخلال عملية التبادل هذه لا تنشأ أيّ منفعة اقتصادية مضافة للناتج الوطني،

لكن هنا حالات استثنائية يترتب فيها على الاستثمار في الأصول المالية قيمة مضافة، و ذلك في حالات التمويل للمشاريع الجديدة، أو التوسع في النشاط....[4]

خصائصه:

- التجانس الكبير في وحداتها
- وجود أسواق متطورة للتعامل بها
- تعطي مالكها حق المطالبة بالفائدة أو الربح، عند موعد الإستحقاق في حالة السندات، و عند التصفية في حالة الأسهم.
- ليس لها كيان مادي ملموس ، فهي تحتاج إلى مصارف نقل و تخزين أو صيانة.
- يحصل مالكها على منفعته منها في حالة اقتنائه لها عن طريق جهود الآخرين.
- تتصف بدرجة عالية من المخاطر بسبب تذبذب أسعارها.

---

4 محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات – الإطار النظري و التطبيقات العلمية- 1999- ص 75

مزايا الاستثمارات المالية و عيوبها: [5]

1-مزاياها:

- وجود أسواق منظمة غاية التنظيم للتعامل بالأصول المالية.

- انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة بالأوراق الاستثمارية الأخرى

- انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة بأدوات الاستثمار الأخرى

- التجانس بين و حدات الأصول المالية.

- وجود وسطاء ماليين متخصصين يقدمون خدماتهم للمستثمرين العاديين مما يجعل للمستثمرين قادرين على الحصول على خدمات استثمارية جيدة، دون أن يكونوا خبراء في الموضوع.

و نظرا للتفوق الواضح للمزايا مقارنة بالعيوب، جعل الأسواق المالية أكثر مجالات الاستثمار استقطابا لأموال المستثمرين أفراداً أو مؤسسات.

[5] زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي -1999 – ص 40

أدوات الاستثمار

تعرف أداة الاستثمار بأنها الأصل الحقيقي آو المالي الذي يحصل عليه المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره، و يطلق البعض على أدوات الاستثمار مصطلح وسائط الاستثمار، وأدوات الاستثمار المتاحة للمستثمر عديدة و متنوعة، ولسوف نتناول أدوات الاستثمار المالي و الحقيقي بالتفصيل:

1- أدوات الاستثمار الحقيقي:

من أصناف الاستثمار الحقيقي التي سيتم بحثها: العقار و السلع و المشروعات الاقتصادية.

أ- العقار:

تحتل المتاجرة بالعقار المركز الثاني في عالم الاستثمار بعد الوراق المالية، و يتم الاستثمار فيها بشكلين، أمّا بشكل مباشر عندما يقوم المستثمر بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري مثلا.

أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية، و يلاقي الاستثمار في العقار اهتمام كبير من قبل المستثمرين سواء في السوق المحلي أو في السوق الأجنبي. [6]

[6] محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات – الإطار النظري و التطبيقات العلمية- 1999- ص 79

خواص الاستثمار في العقار:

- درجة عالية من الأمان تفوق ما في الأوراق المالية.
- بعض المزايا الضريبية في بعض البلدان مثل إعفاء فوائد السندات العقارية.
- التكاليف المرتفعة، لأن التمويل طويل الأجل، وتكاليفه مرتفعة و وفي المقابل عوائده مرتفعة كذلك.
- عدم توفر سوق ثانوية منظمة، كما أنها ليست على درجة عالية من السيولة.
- عدم التجانس مما يلاقي المستثمر مصاعب شتى تتعلق بتقويمها أو حساب معدلات العائد عليها.

ب- السلع:

تتمتع بعض السلع بمزايا خاصة، تجعلها صالحة للاستثمار لدرجة أن تنشأ لها أسواق متخصصة (بورصات)، على غرار بورصات الأوراق المالية، و لذا فقد أصبحنا نسمع بوجود بورصة القطن في نيويورك، و أخرى للذهب في لندن، وثالثة للبن في البرازيل، ورابعة للشاي في سيريلانكا...ألخ.

يتم التعامل في أسواق السلع عن طريق قيود خاصة تسمى "التعهدات المستقبلية"، وهي عقد بين طرفين هما منتج السلعة و وكيل أو سمسار، يتعهد فيه المنتج للسمسار بتسليم كمية معينة، و بتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله تأمين أو تغطية تحدد بنسبة معينة من قيمة العقد

ج-المشروعات الإقتصادية:

تعتبر المشروعات الإقتصادية من أكثر أدوات الاستثمار الحقيقي انتشارا، و تتنوع أنشطتها ما بين تجاري، و صناعي و زراعي، كما أن منها من يتخصص بتجارة السلع أو صناعتها أو تقديم الخدمات.

خصائص الاستثمار في المشروعات الإقتصادية:

- يحقق للمستثمر في المشروعات الاقتصادية عائدا مقبولا مستمرا.
- توفر قدر كبير من الأمان لدى المستثمر، باعتباره يحوز على أصول حقيقية لها قيمة ذاتية، ولذا فإن درجة المخاطرة المتعلقة بالمخاطر الرأسمالية منخفضة إلى حد كبير.
- توفر للمستثمر ميزة الملاءمة، إذ يختار من المشروعات ما يتناسب مع ميوله.
- يتمتع المستثمر بحق إدارة أصوله إما بنفسه، أو بتفويض غيره.
- لها دور اجتماعي أكثر من غيره، فهذه المشروعات تنتج سلعا و خدمات تحقق إشباعا حقيقيا للأفراد أو المجتمع، كما تعمل على توظيف جزء من العمالة الوطنية، وبالتالي تعتبر مصدر دخولهم. [7]

[7] زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي -1999 – ص 44

عيوبه:

انخفاض درجة سيولة رأس المال لمستثمر، فالأصول الثابتة تشكل الجانب الرئيسي من رأس المال المستثمر، وهي أصول غير قابلة للتسويق السريع.

د- المعادن النفيسة:

يعتبر الاستثمار في المعادن النفيسة مثل الذهب و الفضة و البلاتين... من مجالات الاستثمار الحقيقي، وقد شهدت أسعار المعادن النفيسة تقلبات حادة في الآونة الأخيرة، في حين وصل الذهب ذروته في بداية الثمانينات، ثم عاد و انخفض بحدة، خصوصا عندما تصاعد دور الدولار كميلاد آمن للمستثمرين، وذلك بعد أن كان الذهب يقوم بهذا الدور.و تتواجد للمعادن النفيسة أسواق منظمة و أهمها: سوق لندن، و سوق زيوريخ، وسوق هونغ كونغ ويتخذ الاستثمار في المعادن صور متعددة أهمها: [8]

- الشراء و البيع المباشر.
- ودائع الذهب التي تودع في البنوك و لكن بفوائد منخفضة نسبيا.
- المقايضة أو المبادلة بالذهب على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية في سوق العملات الأجنبية.

---

[8] محمد مطر؛ إدارة الإستثمارات – الإطار النظري و التطبيقات العلمية- 1999- ص77

-2- أدوات الاستثمار المالي:

يمكن تصنيف أدوات الاستثمار المالي إلى أصناف متنوعة، حسب معايير مختلفة ومن أهم هذه المعايير معيار الأجل، ومن خلالها يمكن تقسيم الأدوات الاستثمارية إلى أجلين رئيسيين: [9]

2-1- أدوات الاستثمار المالي قصير الأجل:

أ- القروض تحت الطلب:

هي قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال، ومن شروطها أن يحقق للبنك استدعاء القرض في اللحظة التي يشاء، وعلى المقترض أن يقوم بالسداد خلال ساعات من طلب البنك، و لذلك فهي تحمل أسعار متدنية جداً و مدتها قصيرة الأجل قد لا تتجاوز يوما أو يومين.

2- أذونات الخزينة:

هي عبارة عم دين قصير الأجل، أي أنها أوراق تقوم الحكومة ببيعها إلى المستثمرين الراغبين فبها مثل البنوك و شركات التأمين بخصم عن قيمتها الإسمية بهدف الإقتراض للأجل القصير لسدّ حاجات مالية قصيرة الأجل، و تستحق هذه الأوراق في مدة تقل عن سنة تحمل عائدا متدنيا لأنها تكاد تخلو من المخاطر.

9 - زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي -1999 – ص 46-47

ج- الأوراق التجارية:

هي شبيهة بأذونات الخزينة من جميع الوجوه، ولكنها تختلف عنها بأن الأوراق التجارية هي من إصدار الشركات الضخمة، بدلا من الحكومة، أي أنها أدوات اقتراض للقطاع الخاص و بذلك فهي تتصف بمخاطر أكثر بقليل من مخاطر بأذونات الخزينة، و بناء عليه فإن عائدها أكبر بقليل من الأخرى.

د- القبولات:

ينشأ القبول عن السحب الزمني المستعمل في التجارة الخارجية، و السحب الزمني هو مطالبة بالدفع يرسلها مصدر البضاعة إلى مستوردها يطالبه بدفع المبلغ المطلوب ثمنا للبضاعة.

و عندما يقبل المستورد هذه المطالبة يكتب على السحب كلمة مقبول Accepté، و يضع توقيعه و تاريخ التوقيع فيصبح السحب عندها قبولا. و يمكن بيعه بأقل من قيمته الإسمية مثله مثل الكمبيالة، وتقوم مؤسسات مالية عديدة بالاستثمار بهذه القبولات عن طريق شرائها بخصم، و الإحتفاظ بها إلى موعد استحقاقها حيث تقوم بتحصيل كامل قيمتها الإسمية فتربح الفرق.

ه- شهادات الإيداع:

شهادة الإيداع وثيقة تثبت وجود وديعة في بنك بمبلغ ثابت، ولفترة محددة، و بمعدل عائد فائدة محددة. و الشهادة قد تكون اسمية أو لحاملها، وعادة ما تكون بمبالغ كبيرة نسبيا، أما عوائدها فمعفاة من الضرائب.

تشجع البنوك لإصدار هذه الشهادات لتتمكن من الحصول على أموال تشكل موردا ثابتا لها، يؤدي إلى الاستقرار النسبي في موارد البنك، يشجع على الاستثمار طويل الأجل و على منح الإئتمان للأجل الطويل الذي تحتاجه المشاريع الكبيرة.[10]

و- العملات الأجنبية (التعامل الفوري):

تحوز أسواق العملات الأجنبية على اهتمام قسم كبير من المستثمرين في عصرنا الحاضر، حيث تنتشر هذه الأسواق في شتى أنحاء العالم مثلك لندن، باريس، فرانكفورت، طوكيو... و غيرها.

و تتميز سوق العملات الأجنبية عن غيرها من الأسواق المالية بعنصرين:

1- الحساسية المفرطة للظروف الإقتصادية و الإجتماعية و السياسية، مما يزيد من درجة المخاطرة الاستثمار فيه من بينها: مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر السيولة و مخاطر الإئتمان.

---

10 زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي -1999 – ص 47-49

2- هو سوق يفتقر إلى الإطار المادي الذي يتوفر لسوق الأوراق المالية، بل يتم التعامل بواسطة أدوات الاتصال الحديثة.

و تتأثر أسعار العملات الأجنبية بمجموعة من العوامل يمكن تصنيفها بشكل عام إلى مجموعتين هما:

أ- العوامل الاقتصادية و السياسية:

- الظروف الاقتصادية الدولية
- الدورات الاقتصادية
- سوق الاستيراد و التصدير.
- حرية التحول إلى الخارج
- القروض الدولية و المساعدات الخارجية
- الأحداث السياسية
- السياسات الضريبية و أسعار الفائدة.
- ظروف التضخم و الانكماش الإقتصادي
- و وضعية ميزان المدفوعات و الموازنة العامة للدولة

ب- عوامل فنية:

- ظروف السوق النقدي و ظروف المتعاملون فيه.
- العرض و الطلب للعملات الأجنبية.

- التغيرات في أسواق المال الأخرى و في سوق النقد.

و يتم التعامل في سوق الأوراق النقدية بموجب سعرين هما:

1- سعر الصرف الآني(الفوري):

السعر الآني هو سعر التسليم الفوري، و هو أن يتم تسليم العملة المشتراة فورا أو خلال يوم عمل على أبعد تقدير، و قد يكون بسعر البيع أو بسعر الشراء.

فسعر الشراء هو السعر الذي على أساسه تشتري المؤسسة المعلنة العملة المسماة، بينما سعر البيع هو السعر الذي على أساسه تبيع نفس المؤسسة العملة المسماة، و تتم التسمية في سوق العملات الأجنبية بإعطاء السعرين معا و يترك الخيار للسائل في أن يشتري أو يبيع. أما الهامش أو ربح الصرف هو الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع.[11]

2- سعر الصرف الآجل:

و يستخدم عند إبرام صفقات شراء أو بيع عملات أجنبية، سيتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد. و سعر الصرف الآجل يتوقف مداه على عدة عوامل مثل:

* التوقعات المستقبلية لاتجاه الأسعار

---

[11] زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي -1999 – ص 50

* أسعار الفائدة و توقعاتها.

* طول الفترة الزمنية بين فترة إبرام العقد و تاريخ وضعه موضع التنفيذ.

و نظرا للمخاطر المحيطة بأسعار الصرف يلجأ الكثير من المتعاملين في أسواق العملات الأجنبية إلى استخدام "عقود الخيارات" كوسيلة من وسائل الحيطة و الحماية من هذه المخاطر. ويلعب تقلب أسعار الصرف العملات الأجنبية سواء مقابل العملة المحلية أو مقابل العملات الأجنبية دور كبير في تحديد مكاسب أو مخاسر الاستثمار في العملات الأجنبية، سواء بالنسبة للمتعاملين في سوق الصرف الأجنبي، أو بالنسبة لأصحاب المحافظ الدولية.

و يحدد سعر الصرف العملات المحلية في كثير من الدول خاصة النامية على أساس "سلة العملات" و تحدد هذه السلة عادة من قبل البنك المركزي من مجموعة من العملات الأجنبية، و بأوزان مختلفة يتم تغييرها من وقت لآخر.

و يمكن قياس سعر صرف الدينار مقابل العملات الأخرى بالمعادلة التالية:

مثلا سعر الدينار / الإسترليني = [(الدينار/ الدولار) / (الإسترليني / الدولار)]

-2-2- أدوات الاستثمار المالي الطويل الأجل:

أ- الأسهم العادية:

تعريفها: الأسهم العادية تمثل أموال ملكية، يتمتع حاملها بحقوق، و حددتها الأعراف و قانون الشركات، وأحسن وصف لها يأتي من خلال التعرف على حقوق حملتها. [12]

حقوق حملة الأسهم العادية: الحقوق التي يتمتع بها حامل الأسهم العادية ضمنها له قانون الشركات هي:

1- حق الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها.

2- الحق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها.

3- الحق في الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين.

4- الحق في التصويت في القضايا المطروحة على الهيئة العامة للمساهمين.

5- حق نقل الملكية عن طريق البيع و إهدائها أو ايراثها.

6- حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.

7- حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب في الأسهم.

8- حق انتخاب مجلس الإدارة و مساءلتهم.

---

12 زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي -1999 – ص 56

9- الحق في الأرباح المحجوزة.

ملاحظة:

هناك عدة فئات للأسهم العادية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تقوم الشركات بإصدار فئتين من الأسهم العادية من حيث حق التصويت، فئة "أ" و فئة «ب"، فالفئة "أ" لها حقوق التصويت أكبر من حقوق الفئة «ب". و أول ما ظهرت في البلدان الأوروبية حيث أعطت للفئة "أ" عشر 10 أصوات للسهم، بينما للفئة "ب" صوت واحد للسهم.

التصويت بالأغلبية و التصويت التجميعي:

يفوز المترشح بالأغلبية في حالة حصوله على أكثر الأصوات، أمّا في حالة التصويت التجميعي، في حالة حصول على عدد من الأصوات المطلوبة لنجاح المترشح أو أكثر حسب العلاقة التالية:

$$\frac{\text{عدد الأعضاء المرغوب في إنجاحهم} \times \text{عدد الأسهم}}{\text{عدد أعضاء المجلس الإدارة} + 1}$$

ب- الأسهم الممتازة:

هي أسهم تصدرها الشركات إلى جانب الأسهم العادية، وقد سميت أسهم ممتازة لأنها تختلف عن الأسهم العادية في أنّ لها حق الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على حقوقها.

الفرق بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة: [13]

1- حملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة و الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية.

2- هناك حدّ أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحامل السهم الممتاز أن يحصل عليه، ويحدد بنسبة مئوية معينة من القيمة الإسمية.

3- غالبا لا يكون حق التصويت الدائم لحملة الأسهم الممتازة.

4- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحجوزة للشركة.

الأسباب التي تدعو إلى إصدار السهم الممتازة:

1- وجود نوع من المستثمرين الذين لا يريدون درجة مخاطرة عالية نسبيا مقارنة مع الأسهم العادية ، مثل شركات التامين و المتعاقدين و الأرامل.

2- الحصول على عائد إثر استثمار بيع الأسهم الممتازة، بحيث تحقق أرباحا تفوق الأرباح التي ستوزع على حاملها.

3- و النقطة الهامة، هو استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة.

[13] - زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي -1999 – ص 59

أنواع الأسهم الممتازة:

1- الأسهم الممتازة المشاركة:

هذا يعني أنّ هذه الأسهم يأخذ نصيبها من الأرباح أولا ثم يأخذ نصيبا ثانيا بعد توزيع الأرباح على الأسهم الغير عادية، أمّا إذا لم تكن مشاركة فهي تأخذ نصيبا أولا فقط. [2]

2- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:

الأسهم الممتازة لا تحصل على أرباح إلا إذا في حالة ما إذا حققت الشركة أرباحا، و أعلنت الشركة عن توزيع الأرباح بعد تحقيقها لها.

ففي حالة ما إذا حققت الشركة أرباحا و لم تعلن عن توزيعها في السنة، و في حالة ما إذا هذه الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح و في السنة الموالية أعلنت الشركة توزيع الأرباح فحملت هذه الأسهم لا تفقد الحق في المشاركة في الأرباح المتعلقة بالنسبة السابقة. أما في حالة ما إذا كانت هذه الأسهم غير مجمعة للأرباح، فهي تفقد الحق في المشاركة في أرباح السنوات الماضية، بل تأخذ إلا في السنة التي قرر فيها توزيع الأرباح.

ت- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

يعني هذا أنها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وهذا طبعا إذا كلن يقاضي عليه قانون الشركة، ففي حالة الشركات المزدهرة، فإن الأسهم العادية تكون

أحسن من الأسهم الممتازة، فيمكن لحملة هذه الأسهم الممتازة أنّ يحولونها على أسهم عادية، إذا كان ينص عليه قانون الشركة.

ث- الأسهم الممتازة المضمونة الأرباح:

في هذه الحالة، الأسهم الممتازة تأخذ حصتها من الأرباح أو العائد، بحيث يكون محدد مسبقا و حتى في حالة ما إذا كانت الشركة لم تحقق أرباحا، فيتم التوزيع عليها أرباحا تحدد بنسبة مئوية من القيمة الإسمية.

ت- السندات:

السند عبارة عن حصة في قرض تأخذه الشركة المصدرة من الأشخاص و المؤسسات التي تشتري منها هذه السندات. فإصدار السندات يعتبر شكل من أشكال الإقتراض عندما تقوم الحكومة أو الشركات الضخمة الإقتراض من الجمهور، فتبيع الأوراق المالية بقيمة إسمية محددة و بمعدل فائدة معين، وتستحق في فترة زمنية معينة و محددة.

فأسعار الفائدة تكون إما سنوية أو نصف سنوية، أي فائدتها تكون دورية، أما بعد انتهاء الفترة الزمنية المحددة، تقوم الشركات المصدرة لهذه السندات باسترجاعها و بدفع قيمتها الإسمية لحاملها.

و منه نستنتج من التعريف أن السندات هي: [14]

---

[14] زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي -1999 – ص 63

– تعترف بموجبها الجهة المصدرة لها بمديونيتها للشخص الذي يملكها بمبلغ يساوي القسمة الإسمية السند المكتوب عليه.

– تتعهد الجهة المصدرة بدفع فوائد سنوية أو نصف سنوية لحامل السند.

– تتعهد الجهة المصدرة بإطفاء السندات عند تاريخ الإستحقاق بقيمتها الإسمية.

أشكال السندات: [15]

أ– من حيث الضمان:

1– سندات مكفولة برهن موجودات معينة.

2– سندات غير مكفولة برهن موجودات معينة من الدرجة الأولى.

3– سندات غير مكفولة برهن موجودات معينة من الدرجة الثانية.

و هذه السندات تسدد بعدد تسديد جميع السندات المكفولة برهن الموجودات أو غير المكفولة من الدرجة الأولى.

4– سندات الدخل، وهي تلزم المصدر لها بدفع الفوائد فقط عندما تحقق أرباحا.

ب– من حيث سعر الفائدة:

1– سندات ذات سعر فائدة ثابتا.

2– سندات ذات سعر فائدة عائم

4– سندات ذات سعر فائدة مغرية تباع بخصم.

[15] زياد رمضان؛ مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي -1999 – ص 70

ج من حيث حاملها:

1- لحاملها

2- تحمل إسم حاملها.

د- من حيث القابلية للتحويل:

1- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بعد فترة زمنية معينة.

2- سندات غير قابلة للتحويل.

ه من حيث قابليتها للاستدعاء:

هذا يعني أن الشركة المصدرة للسندات تقوم باستدعاء حاملي سنداتها (إذا كان قانون أو عقد شركة ينص على ذلك طبعا)، لشرائها أو استرجاعها مقابل علاوة استدعاء، فكلما تأجل موعد الإستدعاء كلما تنقص العلاوة.

استراتيجية الاستثمار في السندات: [16]

تتغير الإستراتيجيات بتغير أهداف المستثمرين بين تحقيق أقصى حد ممكن، و بين المضاربة و المتاجرة على الأجل القصير.

و بين المضاربة و المتاجرة على الأجل القصير، يمكن تقسيم الإستراتيجيات إلى استراتيجيات متحفظة و غير متحفظة. و الإستراتيجيات المتحفظة تنقسم بدورها إلى استراتيجية الشراء و الحفظ، و استراتيجية الإستحقاق المنتظمة.

[16] منير إبراهيم هندي؛ الفكر الحديث في مجال الإستثمار -1999- ص 98

و تهدف استراتيجية الشراء و الحفظ إلى شراء سندات و الإحتفاظ بها، ومحاولة الاستفادة من الفرص التي تظهر في السوق عن طريق شراء بعض السندات و بيع البعض الآخر، وذلك باستعمال معلومات من السوق، و تعتبر هذه من أبسط الإستراتيجيات.

أمّا **استراتيجية الإستحقاق المنتظمة** فأساسها هو خلال توزيع فترات الإستحقاق هذه السندات بصورة متساوية. و عند استحقاق مجموعة من السندات يقوم المستثمر بشراء مجموعة أخرى من السندات، وهذا حتى الإحتفاظ بتحقق مستمر و منتظم للسيولة تحت مستويات مختلفة للسيولة.

و فيما يخص الإستراتيجيات الغير متحفظة، فتنقسم بدورها إلى **استراتيجية التوقيت الدوري**، وفيها يتم التركيز على الأصول قصيرة الأجل عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة، و الإنتقال إلى الأصول طويلة الأجل عندما ترتفع أسعار الفائدة، ثم العودة إلى الأصول قصيرة الأجل عند انخفاض أسعار الفائدة، وعلى إثر ذلك يمكن للمستثمر أن يحصل على عوائد معتبرة إذا كانت له دراية بالسوق.

أما الإستراتيجية الثانية، فتتمثل في **استراتيجية الشراء بالهامش**، و فيها يقوم المستثمر باستخدام الأموال المقترضة من أجل اقتناء أو شراء سندات، و العائد يتمثل في الهامش المكون من الفارق بين سعر الفائدة للقرض و سعر الفائدة للسندات.

و النوع الثالث من الإستراتيجيات الغير متحفظة، تتمثل في **استراتيجية الاستثمار بالسندات ذات النوعية البسيطة**، بحيث معدل العائد في السند ذات النوعية المتوسطة تكون عالية مقارنة مع السندات ذات النوعية العالية، فالاستثمار في النوع الأول يكون ذو عائد معتبر في حالة أو في فترات انكماش اقتصادي نظرا لأن معدلات الفائدة تكون متفاوتة.

الفصل الخامس

صناديق الاستثمار

ترجع نشأة صناديق الاستثمار نتيجة لظهور شركات الاستثمار في القرن التاسع عشر في هولندا ، ومنها انتقلت إلى فرنسا ومن ثم إلى بريطانيا ، والتي كانت آنذاك في مقدمة الدول الصناعية. وظهرت صناديق الاستثمار لأول مرة في الولايات المتحدة في نهاية الثلاثينيات من القرن الماضي ، وقد صدر قانون خاص لتنظيم تكوينها ونشأتها وإدارتها في العام 1940 ، والذي عُرف حينئذ بقانون شركات الاستثمار ، وقد تطورت صناديق الاستثمار وازدهرت بشكل غير مسبوق في الولايات المتحدة في أعقاب الحرب العالمية الثانية (نجم ، 1995). كما تطورت صناعة صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بصورة متسارعة خلال العقد الأخير من القرن الماضي ، وتزايدت أعدادها وتنوعت وظائفها ، وبرز الأداء الجيد لها كدليل على تفوقها على غيرها من الأدوات والمجالات الاستثمارية الأخرى. و تكمن أهمية صناديق الاستثمار ، وخصوصاً في الدول النامية ، في أنها توفر للمستثمر ذي المدخرات المحدودة فرصة استثمارية جيدة، وذلك لعدم إمكانية استثماره في الأوراق المالية نظرا لعدم كفاية مدخراته لشراء تشكيلة من تلك الأوراق، والتي من شأنها المساهمة في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها ، وعليه يصعب على صغار المستثمرين تحقيقه. ومع ذلك فقد لا تعتبر محدودية الموارد

سبباً للإحجام عن الاستثمار المباشر في الأوراق المالية ، ولكن هناك من لديه تلك الموارد ونظراً لعدم توافر الخبرة والمعرفة اللازمتين لإدارة مثل هذه التشكيلة أو لعدم توفر الوقت الكافي لديهم (نجم، 1995). وعليه وتلبية لاحتياجات هؤلاء المستثمرين ظهرت شركات متخصصة في بناء وإدارة تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية، أو ما يطلق عليه المحافظ العامة أو صناديق الاستثمار بما يتلاءم مع ما لديهم من موارد مالية. ولذا فإنه هناك ضرورة لتوفر مثل هذه الأدوات ، وذلك لأهميتها في تحريك وتنشيط السوق وإيجاد واستقطاب صغار المدخرين والمستثمرين ، وأولئك الذين لا تتوفر لهم الخبرة اللازمة لاستثمار أموالهم في مشاريع استثمارية تعود على هؤلاء المستثمرين بالمنفعة والعائد المرضي بصفة خاصة وعلى الاقتصاد الوطني بصفة عامة ، ويمكنها أن تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية.

إن تطور الأسواق المالية يرتبط بمدى الإصلاحات الجذرية في المجال المالي ، ومدى تبلور فلسفة اقتصادية واضحة تؤمن بأهمية دور القطاع الأهلي (الخاص) في عملية التنمية ، وما يقتضيه ذلك من إتاحة الفرصة أمام هذا القطاع ليؤدي دوره في الحياة الاقتصادية ، ولأن كفاءة الأسواق المالية تقاس في المقام الأول بمدى مقدرتها على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو أوجه التوظيف المختلفة ،

فإن مقتضى ذلك هو توفر مناخ استثماري مشجع ومطمئن قادر على اجتذاب واستيعاب الأموال المعروضة للاستثمار .

وعليه فإن هذه الورقة تهدف إلى محاولة تناول هذا الموضوع من خلال التعريف بماهية صناديق الاستثمار وأنواعها والدور المتوقع بالنسبة للاقتصاد وكذلك للمستثمرين، ودور المصارف في إنشاء صناديق الاستثمار، ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية ، ولذا قسمت هذه الورقة إلى المحاور التالية:

ماهية صناديق الاستثمار:

تعتبر صناديق الاستثمار أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق المالية، سواء العالمية أو المحلية. وببساطة فإن فكرة صناديق الاستثمار تتمثل في قيام عدد كبير من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتها بواسطة مؤسسات مالية متخصصة لتحقيق المزايا التي لا يمكنهم تحقيقها بصورة منفردة. فهناك الخبرة التي يمتلكها مديرو الاستثمار، والتي تضمن تحقيق عوائد أعلى مما قد يحققه المستثمر لو قام بتشغيل أمواله بمفرده وفي أسواق لا يعرف عنها إلا القدر القليل. بالإضافة إلى أن تجميع الأموال في صندوق استثماري واحد يؤدي إلى تقليص العبء الإداري على المستثمرين، وكذلك إلى الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر الفردي في الأسواق المالية.

ولا تختلف صناديق الاستثمار التي تنشأ في المصارف التجارية وشركات التأمين عن صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار، فهي عبارة عن أموال يقدمها المستثمرون للمصرف ليقوم نيابة عنهم باستثمارها في شراء تشكيلة (محفظة) من الأوراق المالية يديرها لصالحهم من خلال إدارة مستقلة ويشاركهم نسبة محددة من الأرباح (الحسني ، 1997)

ونظراً للأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار باعتبارها أدوات مالية وأوعية استثمارية لها تأثير في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار ، قامت بعض المصارف والمؤسسات المالية باستخدام هذه الصناديق في مجالاتها الاستثمارية وتطوير أعمالها ونشاطاتها بحيث أصبح دورها لا يقتصر على تكوين محافظ للأوراق المالية وإدارتها فقط بل تعدها ليشمل الدخول في عمليات استثمارية مباشرة في مجالات مختلفة من قطاعات النشاط الاقتصادي، سواء كانت في المجال التجاري أو في مشروعات استثمارية عقارية، أو أنشطة أخرى. فالوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار هي تجميع مدخرات الأفراد والهيئات واستثمارها، فهي وعاء لتجميع المدخرات ، وبالتالي لا يجوز لها مزاولة أية أعمال مصرفية كقبول الودائع أو الإقراض أو الضمان أو غيرها من الأعمال المصرفية (ميخائيل ، 1995)

ومن ذلك يمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها " عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه، يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة

الصندوق في مقابل حصولهم على وثائق (أسهم، صكوك، حصص، وحدات) رسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهد الإدارة باستثمارها ... ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه من حصص (ميخائيل، 1995). كما عرفها هندي (1993: 95) بأنها "شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة. "

كما عُرفت بأنها " مؤسسات مالية ذات طبيعة خاصة وذات أغراض خاصة، تتمثل في تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره جهة أخرى ذات خبرة استثمارية واسعة مقابل عمولة معينة " (عبد العالي، 1993: 1185). ويعرفها مطر (1999 :77) بأنها " أشبه ما يكون بوعاء مالي ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة، وذات دراية وخبرة في مجال إدارة الاستثمارات (مصرف أو شركة استثمارات مثلاً) وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد، ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين أو المشاركين فيها عائداً مجزياً وضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طريق الاستفادة من مزايا التنويع."

وبالمفهوم أعلاه يعتبر صندوق الاستثمار أداة مالية ، ولكن وبحكم تنوع الأصول

التي تستثمر فيها أموال الصندوق يكون أداة استثمار مركبة ، حيث يمارس صندوق الاستثمار المتاجرة عادة بالأوراق المالية بيعاً وشراء ولكن بالمثل يمكن تكوين صناديق استثمار تمارس المتاجرة بالعقار، وأخرى تمارس المتاجرة بالسلع أو في العملات والتأجير ... الخ (عبد العالي، 1993 ؛ الحسني، 1997).

وعليه يمكن القول أن صناديق الاستثمار تهدف إلى تقديم الخدمات لفئتين من المستثمرين، أولهم تلك الفئة التي تملك رأس المال ولكن يصعب عليها إدارته بمفردها ، والقيام باستثمار مدروس والتنبؤ بالأسعار والأرباح المستقبلية لهذه الاستثمارات. أما الفئة الثانية فهي تمثل أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من رؤوس الأموال للدخول في استثمارات كبيرة مضمونة نسبياً ذات مخاطرة أقل، ولذلك فهم يتجهون إلى هذه الصناديق لتوجيه أموالهم في استثمارات مناسبة تحقق لهم أهدافهم في الحصول على ربح مناسب ، ويمكن تلخيص الفكرة الأساسية لصناديق الاستثمار فيما يلي (خوجة ، 1995 :118):

قيام جهة معينة (مصرف ، أو شركة استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط معين أو مشروع معين ، بحيث تبين الجدوى الاقتصادية في ذلك المجال. قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة العمل للصندوق، بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات مختلف

الأطراف.

تقسيم راس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية ، بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من راس مال الصندوق.

بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين ، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب وتوزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها ، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

الخصائص العامة لصناديق الاستثمار:

قد يكون من المفيد قبل أن نحدد الخصائص العامة لصناديق الاستثمار أن نميز بينها وبين المؤسسات المالية الأخرى ، مثل شركات الاستثمار ومصارف الاستثمار . فشركات الاستثمار تتفق مع صناديق الاستثمار في كون كل منهما يعمل على تجميع أموال المستثمرين ثم استثمارها في محفظة للأوراق المالية، كما أن كلا منهما يقوم بعملية الانتقاء الفني للمحفظة وإدارتها. أما الفرق الرئيسي بينهما فيكمن في كون شركات الاستثمار تتخذ شكل الشركات المساهمة تحكمها وتنظمها قوانين الشركات المساهمة ، في حين أن صناديق الاستثمار تبنى على فكرة التعاقدية التي تتم من الأطراف المعنية ، والتي قد تكون في شكل عقد استثمار أو عقد وكالة.

وتختلف صناديق الاستثمار عن مصارف الاستثمار في كون الغرض الرئيسي لمصارف الاستثمار هو القيام بعملية الوساطة بين الشركات المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين، وبيعها وتوزيعها بالجملة والقطاعي ، بالإضافة إلى تقديم المشورة الفنية لكل منهما.

الحصول على إدارة متخصصة في ومما سبق يمكن القول أن لصناديق الاستثمار الخصائص التالية :

تجميع أموال عدد من المستثمرين لتوفير حجم مناسب من الأموال يدار من خلال إدارة موحدة.

استثمار هذه الأموال في مجالات وأماكن مختلفة، بحيث يوفر أكبر قدر من الطمأنينة وأقل قدر من المخاطرة.

قد تكون أسهم هذه الصناديق اسمية أو لحاملها ، وفقاً لرغبة المساهمين والقوانين المنظمة لها في كل بلد.

تحليل وإدارة الاستثمارات.

أنواع صناديق الاستثمار:

حيث أن الهدف الرئيسي من صناديق الاستثمار هو زيادة القيمة الرأسمالية لحصص الصندوق، فإن الطرق المستخدمة لتحقيق هذا الهدف تختلف باختلاف

طبيعة كل صندوق. حيث يوجد العديد من الأسس لتصنيف صناديق الاستثمار، منها ما يلي :

أولا- على أساس الهيكل التمويلي:

صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة Closed end funds

هي قنوات استثمار مقصورة على فئة مختارة من المستثمرين ، حيث يتم فيها إصدار عدد ثابت من الوثائق (الوحدات) يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته. وتطرح هذه الصناديق للاكتتاب فيها إذا تبين لخبراء الاستثمار أن هناك فرصة جيدة متاحة للاستثمار في مجال ما. ولهذه الصناديق المغلقة عادةً هدف محدد ومدة محددة ، يصفى بعدها الصندوق وتوزع عائداته على المستثمرين. وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها ، كما أن إدارة الصندوق لا تقوم عادة بشرائها منهم، والحل الوحيد للتخلص منها هو بيعها في السوق.

صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحةOpened-end funds

هي الصناديق التي تبقى مفتوحة للدخول والخروج، دون تحديد لحجم الموارد المالية المستثمرة، ولا لعدد الوثائق (الوحدات) المصدرة منها. وبإمكان المستثمر شراء وحدات من هذه الصناديق عندما يريد ، كما يمكنه بيعها متى ما أراد بعد

إخطار قصير المدة ، حيث أن إدارة هذه الصناديق تكون على استعداد لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد المستثمرين في التخلص منها جزئياً أو كلياً .

وتتعدد صناديق الاستثمار ، سواء كانت مغلقة أو مفتوحة ، وذلك بحسب الأغراض التي تؤديها ، والأهداف التي ترمي إليها ودرجات الأمان التي ترغب فيها ، وعليه فإن تلك الصناديق تقسم أيضاً حسب الغرض من الاستثمار وذلك كما يلي:

ثانيا– على أساس الغرض من الاستثمار:

صناديق النموGrowth funds

هي الصناديق التي تكون بغرض تحقيق مكاسب تؤدي إلى نمو رأسمال الصندوق، عن طريق تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

صناديق الدخلIncome funds

هي تلك الصناديق التي تهدف إلى الحصول على عائد مستمر ، وعادة ما يعتمد المستثمرون في هذه الصناديق على العائد منها في مواجهة أعباء معيشتهم، ولذلك عادة ما يشمل تشكيل هذه الصناديق اسهما وسندات شركات كبيرة ومستقرة تقوم بالتوزيع للأرباح المتولدة.

صناديق الدخل – والنمو Income funds -Growth

هي تلك الصناديق التي تجمع بين أهداف النوعين السابقين، والتي تسمى أحياناً بالصناديق المتوازنة.

ثالثا- على أساس عنصر الأمان:

صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون

Capital Guaranteed funds

هي تلك الصناديق التي توفر للمستثمر ميزة المحافظة على رأس ماله ، أو أن إدارة الصندوق تتحمل وحدها الخسائر إذا ما وقعت ، وذلك مقابل حصول إدارة الصندوق على عمولة نسبية معينة إذا تجاوز العائد المحقق رقماً معيناً.

صناديق الاستثمار غير المضمونةUnguaranteed Funds

هي تلك الصناديق التي تكون فيها المخاطرة بالنسبة للمستثمر كبيرة جداً ، حيث أن المستثمر لا يكون معرضاً لخسارة العائد فقط ، بل أيضاً قد يتعرض لخسارة رأسماله أو جزء منه .

كما توجد أنواع من الصناديق الاستثمارية تكون ذات طبيعة معينة مثل:

صناديق الاستثمار في سوق النقدMoney Market Funds

هي تلك الصناديق التي تكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل

أذونات الخزانة وشهادات الاستثمار والكمبيالات المصرفية والودائع المصرفية. والغرض هنا هو تقليل إمكانية حدوث خسائر رأسمالية إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة.

صناديق الاستثمار المتخصصةSpecial Funds

هي الصناديق التي تستثمر في قطاع معين أو نشاط معين ، أي التي تتاجر بالعملات أو السلع أو النفط أو الاستثمارات العقارية أو أن تحدد استثماراتها في مناطق جغرافية محددة مثل أوروبا. وتهدف عادة هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي على المدى القصير ، لذلك نجد أن أسعارها متقلبة مما يجعلها أكثر مخاطرة.

صناديق الاستثمار التي لا تتعامل بالفائدة:

وهي تلك الصناديق التي تستثمر أموالها في أوراق غير ربوية وتركز على الأسهم والعقارات والتأجير والبيع الآجل والمشاريع التجارية والمشروعات السياحية والمعادن النفيسة ... الخ. بشرط أن لا تكون منافية للشريعة الإسلامية . وتتراوح معدلات خطورة الاستثمار لهذه الصناديق من منخفضة إلى متوسطة.

مزايا صناديق الاستثمار

ترجع أهمية صناديق الاستثمار في المزايا التي يمكن أن تحققها هذه الصناديق، مثل الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة، وتقليل المخاطرة وتوفير المرونة وتزويد المستثمر بخدمات متنوعة.

-توفر الخبرة الفنية اللازمة:

أن الاستثمار في صناديق الاستثمار يوفر للمستثمر الصغير (الفردي) فرصة الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة الموجودة بإدارة هذه الصناديق. فهذه الصناديق الاستثمارية عادة ما تستخدم مستشارين استثماريين وباحثين متميزين بما يمكنها من إدارة هذه الصناديق بكفاءة عالية. كما أن عمليات اتخاذ القرار الاستثماري والاحتفاظ بسجلات للمعاملات الضريبية ومراقبة حركة الأسعار في السوق واختيار التوقيت المناسب، أمور تلقى على عاتق المستثمر مسؤوليات يمكن أن يُلقي بها على إدارة متخصصة تتولى عنه كل هذه الأمور.

-تقليل المخاطر الاستثمارية:

من مزايا صناديق الاستثمار هو قدرتها على تنويع التشكيلة التي تتكون منها الصناديق، بطريقة تسهم في تقليل المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم. كما يمكن التقليل من المخاطرة (بأموال المستثمرين) من خلال التدقيق في تقارير العمليات التي يمولها الصندوق قبل تأسيسه ، كما أنه في بعض الصناديق يتم

الاحتفاظ بمخصص لمخاطر الاستثمار الطارئة التي تؤثر على الأرباح. فضلاً على أن المشتري لأسهم صناديق الاستثمار يمكنه المساهمة في رأس مال عدد كبير من الشركات يعجز عن المشاركة فيها بشكل منفرد إذا كان رأسماله صغيرا. وكذلك المشاركة في مشروعات كبيرة بمساهمات صغيرة، إضافة إلى إمكانية الاستثمار في مشروعات طويلة الأجل (ذات الأرباح المرتفعة) في فترات زمنية قصيرة.

-المرونة والملاءمة (ارتفاع معدل السيولة):

يحصل المساهم في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة على ميزتي المرونة والملاءمة ، حيث يحق له التحول من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة. وكذلك حقه في استرداد قيمة أسهمه إذا ما أراد التخلص منها كلياً أو جزئياً. كما يمكنه أيضاً إبقاء رأس ماله وسحب العائد فقط أو إعادة استثمار ذلك العائد إذا أراد.

-سرعة استثمار رأس المال:

إن قيام إدارة صناديق الاستثمار بدراسة الفرص الاستثمارية المربحة في الأسواق قبل الاكتتاب يؤدي إلى كفاءة تشغيلية بسبب انتظار الفرص الاستثمارية المناسبة. وفي هذا علاج لمشكلة فائض السيولة (تأخر استثمار الودائع) مما يسبب في انخفاض أرباحها.

السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار:

تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سياسة الصندوق وطبيعة أغراضه وأهدافه ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتنقسم هذه السياسات إلى الأنواع التالية:

السياسة المتحفظة أو الدفاعيةDefensive policy

هي التي يكون فيها المستثمر متحفظاً تجاه المخاطر ويؤكد على عاملي الأمان والاستقرار، وعليه فغالباً ما تستثمر الأموال في سندات طويلة الأجل وأسهم ممتازة مما يضمن دخلاً ثابتاً ومستقراً لفترة طويلة.

السياسة الهجوميةAggressive policy

هي السياسة التي يركز فيها المستثمر على جني الأرباح عند حدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية، حيث تكون الغلبة للأسهم العادية في تشكيلة المحفظة، حيث يتم شراؤها بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها لفترة من الزمن حتى ترتفع الأسعار ليتم بيعها حينذاك وجني أرباح رأس مالية ، وعادة ما يكون عنصر المخاطرة في هذا المجال كبير.

السياسة المتوازنة (الهجومية الدفاعية)

هي تلك السياسة التي يراعي فيها المستثمر تحقيق نسبة من الأمان، وفي نفس الوقت جني أرباح رأسمالية عن طريق المضاربة والاستفادة من الارتفاع في الأسعار. وعادة ما تتكون المحفظة في هذه السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية

قصيرة الأجل وكذلك من السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة.

دور المصارف في تكوين وتأسيس صناديق الاستثمار :

يمكن للمصارف التجارية أن تبادر إلى تأسيس أو المساهمة في تأسيس صناديق للاستثمار المشترك، والتي تعتبر أدوات استثمارية توفر للمستثمرين ، أفراداً ومؤسسات ، ممن لا يملكون الخبرة والقدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة ، الفرصة للدخول والمشاركة في الأسواق النقدية والمالية سواء على المستوى المحلي أو العالمي ، وذلك بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية.

في الوقت الحاضر معظم المصارف التجارية لا تمتلك الخبرة الكافية لمنافسة المؤسسات المالية العالمية في حقل إدارة صناديق الاستثمار في السوق المالي المتوقع أو حتى في الأسواق المالية العالمية. ولمواجهة هذا النقص وكبداية في هذا المجال الاستثماري الحيوي ، قد يكون من الأجدى أن تتعاون هذه المصارف مع المصارف والمؤسسات المالية العربية والعالمية لتوفير صناديق الاستثمار للعملاء والمستثمرين المحليين ، ويتم التنسيق وتقاسم العمل بين المصرف المحلي والأجنبي ، وذلك بإشراف المصرف المحلي على تسويق نشاطات صناديق الاستثمار، في حين يتولى الشريك الأجنبي عملية إدارة أموال هذه الصناديق في الأسواق العالمية ، وهذا يعزز الدور الاستثماري ويساهم في تعميق الثقة والتطور في إنشاء السوق.

الفصل السادس

الاستثمار

و المحافظ الاستثمارية

مفهوم المحفظة الاستثمارية:

هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر و تخضع لأداة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكا لها أو مأجورًا فقط.

و تتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاث أنواع:

- المحافظ ذات الأصول المالية
- المحفظة ذات الأصول الحقيقية
- المحافظ ذات الأصول المختلطة، و هو النوع الغالب، وتتنوع سياسات إدارتها إلى ثلاث سياسات.

- أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية:

إنّ السياسات المتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال إدارة المحافظ هي:

أ- السياسة العمومية:

و هي سياسة يفّضل فيها العائد عن الأمان، والنموذج الشائع لهذه المحفظة المثلى لهذه السياسة هي محفظة رأس المال، التي تهدف لجني عائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول، و غالبا ما يتم شراء أسهم لشركات في بداية نموّها بجني أرباح رأسمالية مستقبلية ترجع لازدهار إقتصادي محتمل.

ب- السياسة الدفاعية:

يعطى فيها عنصر الأمان أولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ، محافظ الدخل و التي تتكون أساساً من سندات حكومية، أسهم ممتازة، عقارات...ألخ.

ج- السياسة المتوازنة:

تعتبر هذه السياسة وسطاً بين النمطين السابقين، و يراعي فيها تحقيق إستقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول، ومستوى مقبول من المخاطرة. ويتم ذلك بتنويع رأسمال المحفظة بأدوات إستثمارية منوعة، وتسمى المحفظة من هذا النوع المحفظة المتوازنة. إذن كيف يتم بناء هذه المحفظة المتوازنة أو المثلى ؟

- بناء المحفظة الاستثمارية المثلى:

مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى و مواصفاتها:

المحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، و بكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى

آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وبالتالي نستطيع القول أنّ المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية:[17]

أ- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد و الأمان

ب- تتميز أصولها بقدر كافي من التنويع الإيجابي

ت- أن تحقق أدوات المحفظة حدّاً من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكّن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

و انطلاقا من كون العائد و المخاطرة معيارين أساسيين في تحديد أمثلية المحفظة لا بدّ من تحديد مفهومهما.

مفهوم العائد والمخاطرة:

* العائد على الاستثمار هو الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة للأصول في بداية العام.

* أمّا مستوى المخاطرة المقبول فيقصد به الإنحراف المعياري الحادث في عائدها الفعلي عن عائدها المتوقع، وقدّ تم تقسيم المستثمرين وفقا لمدى تقلبهم لمخاطر الاستثمار إلى فئتين:

1- فئة المستثمرين الراشدين، و تبدي تحفظا إتجاه المخاطرة،

2- فئة المستثمرين المضاربين: و تبدي توجها نحو المخاطرة.

---

[17] مرجع سبق ذكره ص 95

الطرق المعتمدة لتحديد العائد: و تنحصر هذه الطرق في:

أ- طريقة الرسم البياني:

و هي تمثل نقاط الفترة المالية مع العائد، وتجمع بخط بياني يقع في وسط هذه النقاط، و لكن هذه الطريقة لا تعطي صورة واضحة الأمور لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة.

ب- طريقة معدل النمو المتوسطي:

تستخدم هذه الطريقة فقط في حال أنّ العائد على المحفظة كان في زيادة مستمرة، وتعتمد على حساب الزيادة الحاصلة في العائدين بين فترة و أخرى بناءاً على المعادلات التالية:[3]

- مقدار النمو الوسطي = (أكبر عائد(خلال الفترة) – أصغر عائد) / عدد السنوات

معدل النمو الوسطي=مقدار النمو الوسطي / ((أكبر عائد + أصغر عائد) / 2) × 100

فمعدل النمو الوسطي، يستعمل في تحديد معدل العائد للسنوات المقبلة، لكن هذه الطريقة غير منطقية، لأنها تفترض أنّ العائد في زيادة مستمرة.

[3] جمال ناجي ، 1988 ، ص 75

ث- طريقة المتوسط الحسابي:

و تعتمد على مبدأ تجميع نسب العائد للفترات السابقة و قسمة هذه المجموع على عدد الفترات، و اعتبار الحاصل متوسط عائد هذه المحفظة، وفي حالة عدم التأكد يجب تحديد درجة المخاطرة بحساب التشتت و الإنحراف المعياري.

ج- طريقة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية:

و تعتمد على حساب التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة المتوقعة من هذا الاستثمار و ذلك بالقيمة الحالية، و هو ما يسمى بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية VAN

$$VAN = \sum \frac{Rt - Dt}{(1-K)^t} + \frac{St}{(1-K)^t} - D_0$$

حيث:

Rt: الإيرادات K:معدل الفائدة Dt: المصاريف

D_0 : كلفة الاستثمار عند الشراء St: قيمة الاستثمار في نهاية الفترة

و لكن الحصول على VAN موجبة لا يكفي لاختيار هذه المحفظة، بل يجب حساب مؤشر الربحية ويساوي مؤشر الربحية= [VAN / كلفة الاستثمار] × 100

و مقارنته بحجم المخاطرة المتوقعة على هذا الاستثمار.

د - **طريقة معدل المردود الداخلي:**

و يقصد به معدل الخصم الذي يجعل من van مساوية للصفر، وطبقا لهذه الطريقة نختار المحفظة ذات المعدل الأعلى. و إذا كانت محفظة واحدة فتقبل إذا كان هذا المعدل أعلى من كلفة رأس المال، و نفترض هذه الطريقة أنّ الأصول سوف يعاد إستثمارها بنفس نسبة المعدل طوال فترة المشروع.

و بعد تحديد نسبة المخاطرة و قيمة العائد للمحفظة، ويتم إختيار المحفظة المثلى وفق مبادئ محددة.

مبادئ بناء المحفظة الاستثمارية المثلى:

و تتلخص في:

1- إختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.

2- إختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.

3- إختيار المحفظة ذات الأعلى عائد و الأقل مخاطرة في باقي الحالات.

و لبناء محفظة مثلى، لا بدّ من معرفة منحنى المحافظ المثلى أو الذي يرسم عن طريق تحليل العلاقة بين العائد و المخاطرة.

من الناحية النظرية تحدد المحفظة المثلى في أية نقطة من نقاط القطاع غير المظلل مع قبول نسبة محددة من المخاطرة، ولكن عمليا هذا النوع من المحافظ غير متاح لذا

سوف يختارا لمستثمر محفظته المثلى في نقطة من نقاط المنحنى م باعتباره أبعد حدّ في قطاع المحافظ الممكنة.

و لتحديد نقطة المحفظة المثلى نستعين بمفهوم منحنيات السواء الذي يعكس ميول المستثمر في ميادين العائد بالمخاطرة.

إختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء:

- خصائص منحنيات السواء:

أ- إتجاه منحنى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسار، يعكس العلاقة الطردية بين المخاطرة و العائد.

ب- مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل، بمعنى أنّ المستثمر إذا لم يجد محفظة مثلى وفقا للمنحنى (1)، فإنه سيظطر للتنازل و البحث عنها في المنحنى(2).

ت- أن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.

ث- المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى، هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أيّ محفظة أخرى تقع على منحنى سواء يقع أسفله، و بلغة الإقتصاديين، المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعة من المنحنى الأسفل.

فرضيات منحنيات السواء:

أ- فرض عدم التشبع:

و يقصد به أنّ المستثمر يفضل دائما الاستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن، وعند المفاضلة بين إستثمارين نختار الاستثمار ذو العائد الأكبر.

ب- فرض كراهية المخاطرة:

يعني أنه لو أتيحت للمستثمر المفاضلة بين إستثمارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلّها مخاطرة.[19]

مفهوم الحدّ الكفء:

في اختيار المحفظة المثلى، تضع نظرية المجموعة الكفأة شرطين:

أ- اختيار التوليفة المثلى التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معين من المخاطر.

ب- اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل، في ظل مستوى معين من العائد، ويطلق على الاستثمارات التي تتوافر فيها هذين الشرطين " بالمجموعة الكفأة " من الاستثمارات، وذلك من بين المجموعات الممكنة.

---

[19] هندي منير ابراهيم -1996- ص 308

"ج"- تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر، و لا توجد توليفة تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر عدا «ج"، كما لا توجد توليفة لها هذا المستوى المتدني من المخاطر و تحقق نفس عائد "ج"

"ه" : نفس الملاحظة.

إذن كلّ النقاط بين "ج" و "ه" تحقق الشرط الأول " أ "

لكن «ب": لا تحقق هذا الشرط لأن "ب" تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر.

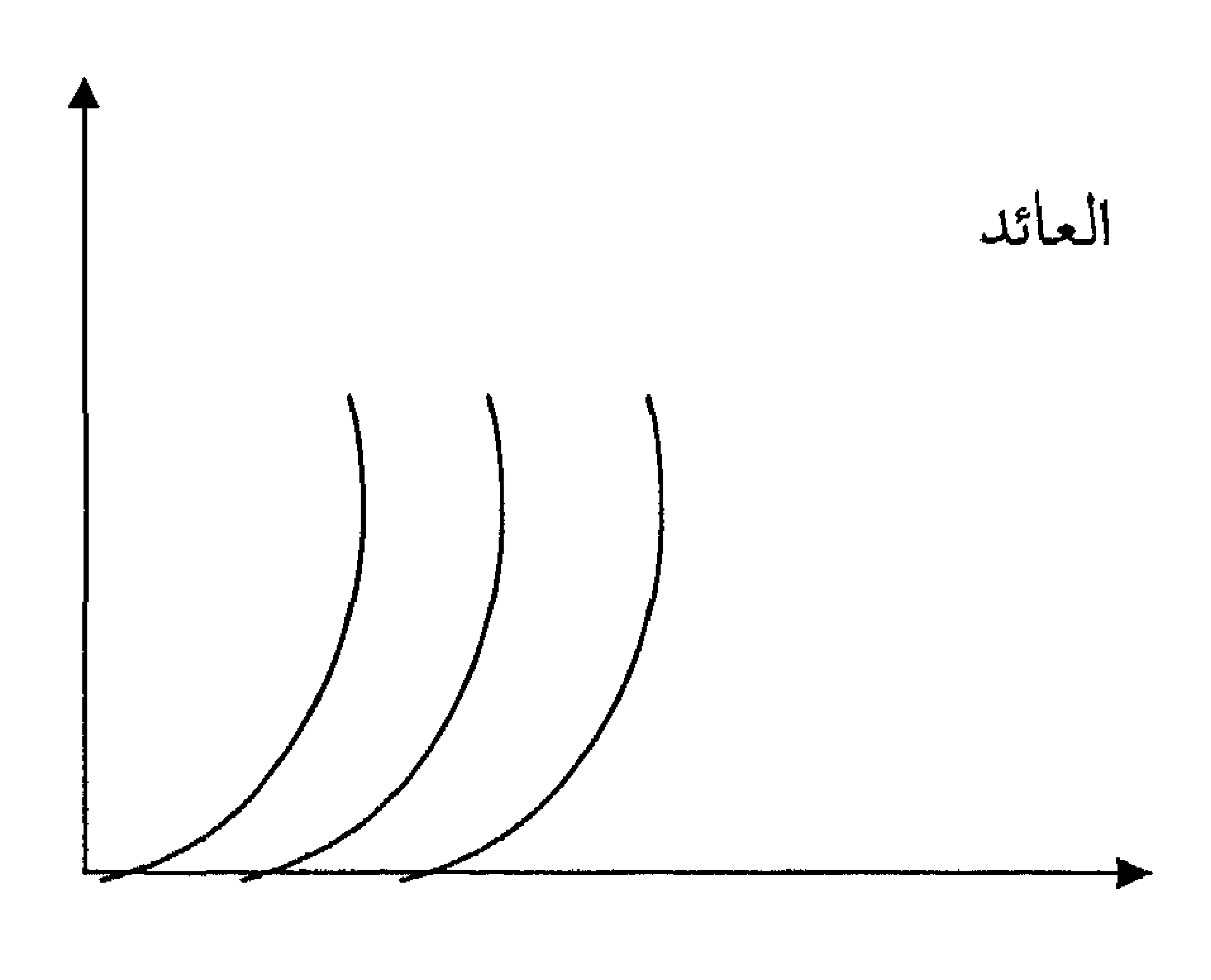
«د": تحقق أكبر عائد عند نفس المستوى من المخاطر. إذا أيّ محفظة تقع بين "ب" و "د" تحقق الشرط الثاني.

"ه" لا تحقق هذا الشرط لأن "ه" تحقق نفس العائد بأقل مستوى من المخاطر.

إذاً بما أنّ النظرية تقتضي توافر الشرطين معا، حيث استبعدت "ب" في ظلّ الشرط الأول، و "ه" في الثاني، لذا فإن المجموعة الكفأة هي التي تقع بين النقطتين "د" و "ج"

اختيار المحفظة المثلى:

المحفظة المثلى



المصدر: مرجع سبق ذكره ص 319

و تتحدد بنقطة تماس الحد الكفء مع منحنى السواء للمستثمر

مبدأ التنويع للتخفيض مستوى المخاطرة:

مزايا تنويع المحفظة بالأصول الغير الخطرة:

لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي:

محفظة استثمارية تتكون من سهمين 1، 2، التوزيع الإحتمالي للعائد في كلّ منها كما يلي:

الإحتمال B	العائد من السهم 1(F)	العائد من السهم 2
0.5	0.20	0.20
0.5	0.10	0.10

نحسب العائد المربح للسهم أ حسب العلاقة :

$$F^*_1 = \sum_{p=1} B_p \times F_p$$

$$F^*_1 = (0.5 \times 0.2) + (0.5 \times 0.1) = 0.1 + 0.5 = \boxed{0.15}$$

نحسب المخاطرة المربحة للسهم أ حسب العلاقة :

$$R_p^* = \sum_{p=1} B_p (F_p - F^*)^2$$

$$R^*_p = 0.5(0.2-0.15)^2 + 0.5(0.1-0.15)^2 = \sqrt{0.0025} = 0.15$$

و بنفس الطريقة : $R^*_2 = 0.05$ $F^*_2 = 0.15$

بعد تكوين محفظة من السهمين معاً، تصبح معادلة العائد المتوقع من المحفظة كما يلي:

$$F^*_p = \sum_{p=1} K_p \cdot F^*_p$$

حيث K_p : الوزن النسبي لكل سهم في المحفظة

$$F^* = (0.5 \times 0.15) + (0.5 \times 0.15) = 0.15$$

0.5 تعني 50٪ لأن المحفظة تتكون من السهمين 1، 2 بالتساوي، أما المخاطرة المربحة للمحفظة بافتراض معامل الإرتباط بين عائدي السهمين معدوم فتحدد بالمعادلة:

$$R^* = \sqrt{(K_1\ R_1)^2 + (k_2\ R_2)^2 + (K_1)^2 \times (cov)(1,2) + (k_2)^2 \times (cov)(1,2)}$$

= 0 لأن معامل الإرتباط معدوم

$$R^{*}= \sqrt{(0.5 \times 0.05)^2 + (0.5 \times 0.05)^2} = 0.035 < 0.05$$

قلت نسبة المخاطرة ب 15٪.

عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية:

1- تنوع المخاطر الاستثمارية:

و تصنف المخاطر إلى:

- مخاطر سوقية: و هي مرتبطة بظروف السوق، تتميز بالإنتظام و يمكن توقعها و بالتالي تجنبها

- مخاطر غير سوقية: أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي، و يصعب التنبؤ بها، كما أنها غير منتظمة، و سياسة التنويع قد تنجح في تخفيض النوع الثاني من المخاطر لكن لا تفيد في تجنب النوع الأول.

2-عدد أصول المحفظة:

فكلما زاد عدد أصول المحفظة، كلما تزايدت مزايا سياسة التنويع في تخفيض المخاطر، وهذا طبقا لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى التناسب العكسي بين عدد عناصر المحفظة و احتمال تركز الخسارة في عنصر معين.

3- معامل الإرتباط بين أصول المحفظة:

* من حيث نوع الإرتباط : فقد يكون موجبا كما يحدث بين أسعار الأسهم و أسعار العقار ، وقد يكون سالبا كما حدث في أزمة الوول ستريت ، عندما أدى الإنخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى إرتفاع حاد في أسعار السندات.

* من حيث قوة أو ضعف معامل الإرتباط : تتراوح بين +1 و -1 ، فعلى مدير المحفظة في تنويع الأصول أن يراعي كلا من نوع الإلاتباط و قوة معامله.

ففي حالة الإرتباط السالب، تزداد مزايا التنويع كلما قوى معامل الإرتباط بين عوائد الأصول ، بينما في حالة الإرتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الإرتباط.

حساسية التنويع لا تنجح في تخفيض المخاطر الغير سوقية إذا كان الإرتباط موجبا و قويا ، لأن عملية التنويع ماهي إلا تكرار لأصل من الأصول ، على العكس، عندما يكون الارتباط سالبا أو معدوما ، فالتنويع يكون موجبا و مفيدا في تخفيض المخاطر، لأن الآثار ستعم و في إتجاهات متعاكسة.

التنبؤ بمخاطر المحفظة باستخدام معامل β :

النموذج الرياضي المبسط لتطبيق هذا المعامل هو $dF= A+ (\beta x\ dF.S)$

dF: معدل التغير في العائد للمحفظة.

S: معدل التغير في متوسط معدلات العائد لجميع أدوات الاستثمار.

A : ثابت المعادلة.

β : يمثل درجة حساسية عائد المحفظة للمخاطرة

إذا يمكن تعريف β ، بأنه مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد أسهم المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية [20]

- إذا كان المعامل β=1 ، معناه معدل تغير العائد المتوقع للمحفظة هو نفس معدل التغير الحادث في العائد السوقي بشكل عام ، فإذا انخفض هذا الأخير بنسبة 20٪ بسبب حادث فإن عائد سهم المحفظة سوف ينخفض بنسبة 20٪ كذلك ، وهذا ما يطلق عليه بالمخاطرة السوقية العادية.

و نستفيد من معادل β في بناء أو إحلال الأصول المكونة للمحفظة، ففي حالة انتعاش محتمل في السوق المالي ، فيتم احللا أصول استثمارية ذات معامل β منخفض، و في حالة الإنكماش يتم العكس.

[20] منير محمد مرجع سبق ذكره ص 104

خصائص محافظ الأوراق المالية :

1 ظوابط و قيود تكوين محافظ الوراق المالية:21

1- ظوابط و قيود زمنية: أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الإستمرار فيه مستثمرا لأمواله (قصيرا، طويلا، متوسطا، لمدة سنة ....)

2- ظوابط و قيود مالية و رأسمالية: و هي حجم و نوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة و التي يتم من خلالها شراء و حيازة الأوراق المالية و تكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية.

3- ظوابط أو قيود الحاجة إلى تسييل المحفظة: و هو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في اجل قصير، مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.

4- ظوابط و قيود ضريبية و إلتزامية: كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا أو إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها و من ثم يكون سعر المخفظة على علم بهذا كله، وبالتالي يجب مراعاته عند تكوين المحفظة

[21] لخضيري لحسن احمد -1999- ص 68

5- ظوابط و قيود الأخطار و المخاطر : يقوم مدير الاستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر و قدرته على قبول و تحمل المخاطر.

2 –العوامل التي يجب مراعاتها عندإدارة الأوراق المالية:

1- معدل الفائدة و سعر الورقة المالية: إنّ عملية إدارة المحفظة تقوم على متابعة تطور العائد الذي تحققه الورقة ، وذلك بمتابعة الأوراق المالية الجديدة التب تطرح في السوق لأول مرة ، ومقارنة العائد عليها باغائد الخاص بالورقة المحتفظ بها في المحفظة.

2- مدى التقلبات في معدل الفائدة: يرتبط الاستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل العائد ، ولكن أيضا بمدى الإستقرار في معدل العائد و اتجاهات هذا السعر في الأجلين القصير و الطويل أيضا.

3- مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها: فكلما كان سعر الورقة المالية يزداد في السوق بشكل تراكمي فإن هذا أدعى إلى الإحتفاظ بها، فالزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظراً لما تحققه من ربح رأسمالي.

4- تأثير تآكل القوة الشرائية للنقود: في حالة التضخم، الإحتفاظ بالنقود أمر غير رشيد ، لذا يزداد إقبال الأفراد على الاستثمار في الأصول العينية و الوراق

المالية، خاصة تلك التي ترفع قيمتها السوقية مع ازدياد قيمة الأصول التي سبق شراؤها بأسعار منخفضة.

3- الإعتبارات الفتية في إدارة محفظة الأوراق المالية:

1- الإعتبارات الزمانية و المكانية : حيث تتدخل اعتبارات التوقيت في قرار الإحتفاظ بالورقة المالية في المحفظة أو التخلص منها ، و كمثال على ذلك توقيت استحقاق سداد الورقة المالية، أما اعتبارات المكان ، فتتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها الاستثمار في مكان معين.

2- مستوى جودة الورقة المالية: و يتم ذلك من خلال تحليل البيانات المتوافرة عنها، حيث يتم تصنيف الأوراق المالية و ترتيباتها بنا على نتائج التحليل الذي تم.

3- السياسات المالية و النقدية للدولة: كسياسة التوسع في الإصدار النقدي، وفي الإنفاق الحكومي الجاري و الاستثماري، و سياسات التكميش و تعقيم الكتلة النقدية ، وتأثير ذلك على اتجاهات أسعار الأسهم و فوائد عوائد الأسهم.

4- عمليات معالجة الأخطار: تتأثر عمليات الاستثمار و قرارات البيع و الشراء للأوراق المالية المتداولة بكم ونوع المخاطر التي تواجهها من حيث الآتي:[22]

أ- عمليات تحليل و تحديد الأخطار.

[22] مرجع سبق ذكره ص 84

ب-عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته

ج- عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته

د- عمليات تنويع الأخطار ، وعدم تركيزها في إطار سياسة تثبيت الخطر

و تسهيلا لإدارة مثل هذا النوغ من المحافظ و تشجيعا للإستثمار فيه تم إنشاء ما يسمى بشركات الاستثمار.

شركات الاستثمار:

ماهية شركات الاستثمار:

هي شركات تتلقى أموال من المستثمرين من مختلف الفئات ، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية، يتحدد نصيب المستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، أما الأوراق المكونة للتشكيلة ، فهي من النوع ذو التداول العام مثل الأسهم و السندات و أذونات الخزينة...ألخ.

و ليس من حقّ المستثمر أنّ يدّعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة ، و يمكن القول أنذ شركة الاستثمار هي عدد من الصناديق يدير كل منها فريق إدارة مستقل ، ويمكن تصنيف الصندوق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها. [23]

---

[23] هندي منير ابراهيم - 1999- ص 12

الفصل السابع

نظريات الاستثمار الأجنبي

إنّ نجاح أي حكومة بشكل عام أو منظمة أعمال بشكل خاصّ في حلّ المشكلات الاقتصادية، أو القدرة على تحقيق هدف معين ،هو بلا شكّ دالة في جودة قراراتها و رشد خططها و سياساتها .

فتحقيق النّفع الاقتصادي و الاجتماعي لأفراد المجتمع لا ينحصر في الوصول إلى درجة معيّنة من الاكتفاء الذاتي والرّفاه الاجتماعي الداخلي ، بل يأتي أيضا من جراء فتح الأبواب أمام الاستثمارات الأجنبية ، و هذا ما يتطلب من الدولة وضع قرارات خاصّة لاختيار و توجيه هذه الاستثمارات ، و مدى قدرة هذه الأخيرة على تحقيق المنفعة الاقتصادية و الاجتماعية ، بالإضافة إلى رسم السياسات الملائمة و تهيئة المناخ المناسب لهته الاستثمارات .

والإشكالية الّتي تتبادر إلى أذهاننا في هذا الصدد هي :

" ما هي محددات الاستثمار الأجنبي؟ "

أو بصيغة أخرى **" ما هي دوافع الشركات الأجنبية**

أو الشركات المتعددة الجنسيات وراء الاستثمار في الدول المضيفة ؟ "

* مفاهيم أساسية *

- إن تعريف الاستثمار الأجنبي يتضح جليا من خلال إعطاء مفهوم لكل شكل أو نوع
من أنواعه .

فمفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر Foreign Direct Ivestment ينطوي على تملك المستثمر الأجنبي لجزء من أوكل الاستثمارات في المشروع المعين ، هذا بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك Joint Venture ،أو سيطرته الكاملة على الإدارة و التنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الاستثمار Wholly-owned Ivestment Project . فضلا عن قيام الاستثمار الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية و الخبرة الفنية في جميع المجالات إلى الدول المضيفة .

أما مفهوم الاستثمار غير المباشرForeign Indirect Ivestment أو الاستثمار في الأوراق المالية ، فهو ينطوي على تملك الأفراد أو الهيئات أو الشركات على بعض الأوراق المالية دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم و إدارة المشروع الاستثماري .

ويعتبر الاستثمار في الأوراق المالية استثمار قصير الأجل بالمقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر.

- الشركة متعددة الجنسيات Multinational Corporations هي كل شركة تملك و تراقب عدّة شركات في مختلف دول العالم.

في الشركة متعددة الجنسيات ، المؤسسة الأم توجد بالبلد الأصلي أو الأم Native Country،

و المؤسسة الأم لديها عدة فروع تتواجد بالدول المضيفة Host Country .

- تتناول نظريات التدويل تحليلا لمحددات الاستثمار الأجنبي و دوافع الشركات متعددة الجنسيات . وتتمثل هته النظريات فيما يلي :

- ١ - نظرية عدم كمال السوق Market Imperfection
- ٢ - نظرية الحماية
- ٣ - نظرية دورة حياة المنتج الدولي Iternational Product Life Cycle Approach
- ٤ - نظرية الموقع Locationa Approach (الخصائص المميزة للدول المضيفة Country Specific Factors)

- ٥ - المدخل الإداري Business Administration Approach

- ٦ - تحليل الخصائص المميزة للشركة Firm Specific Factors

- ٧ - نظرية الموقع المعدلة Geobusiness Theory

وهنا تجدر الإشارة إلى أن الاقتصار على عرض بعض النظريات دون الأخرى يرجع في أساسه

إلى مدى توافر الأدلة و البراهين العملية الخاصّة بكل نظرية .

كما أن تناول كل النظريات يعتبر ضربا من ضروب الإسهاب أو التكرار ، هذا لأن التحليل الدقيق لجوهر كل نظرية يظهر وجود عوامل مشتركة بين معظم الكتاب حول بعض المحددات و الدوافع الخاصة بالاستثمارات الأجنبية سواء في الدول النامية أو المتطورة على حد سواء .

جدوى الاستثمارات الأجنبية

إن الجدوى من الاستثمارات الأجنبية تعتبر محورا هاما ، و فيما يلي نعرض بعض وجهات النّظر في هذا الخصوص .

*** النظرية الكلاسيكية ***

يفترض الكلاسيك أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تنطوي على الكثير من المنافع ، غير أن هذه المنافع تعود في معظمها على الشركات متعددة الجنسيات .

و الاستثمارات الأجنبية من وجهة نظرهم هي بمثابة مباراة من طرف واحد حيث أن الفائز بنتيجتها الشركات متعددة الجنسيات وليست الدول المضيفة .

وتستند وجهة نظر الكلاسيك في هذا الشأن إلى عدد من المبررات يمكن تلخيصها فيما يلي :

- ١ - صغر حجم رؤوس الأموال الأجنبية المتدفقة إلى الدول المضيفة بدرجة لا تبرز فتح الباب لهذا النوع من الاستثمارات .

- ٢ - تميل الشركات متعددة الجنسيات إلى تحويل أكبر قدر ممكن من الأرباح المتولدة من عملياتها إلى الدولة الأم بدلا من إعادة استثمارها في الدول المضيفة .

- ٣ - قيام الشركات متعددة الجنسيات بنقل التكنولوجيا التي لا تتواءم مستوياتها مع متطلبات التنمية الاقتصادية و الاجتماعية و الثقافية بالدول المضيفة .

- ٤ - إن ما تنتجه الشركات متعددة الجنسيات قد يؤدي إلى خلق أنماط جديدة للاستهلاك في الدول المضيفة لا تتلاءم ومتطلبات التنمية الشاملة في هذه الدول.

- ٥ - قد يترتب على وجود الشركات متعددة الجنسيات اتساع الفجوة بين أفراد المجتمع في ما يختص بهيكل توزيع الدخول ، و ذلك من خلال ما تقدمه من أجور مرتفعة للعاملين فيها بالمقارنة بنظائرها من الشركات الوطنية ويترتب على هذا خلق الطبقية الاجتماعية .

- ٦ - إن وجود الشركات الأجنبية قد يؤثر بصورة مباشرة على سيادة الدولة المضيفة واستقلالها من خلال :

- اعتماد التقدم التكنولوجي ففي الدول المضيفة على دولة أجنبية .
- خلق التبعية الاقتصادية أو الاعتماد على الدولة الأم للشركات الأجنبية .
- قد تمارس الشركات متعددة الجنسيات الكثير من الضغوط على الأحزاب السياسية في الدول المضيفة و هذا ما يخلق التبعية السياسية .

*** النظرية الحديثة ***

تقوم هذه النظرية على افتراض أساسي مؤداه أن كلا من طرفي الاستثمار أي الشركات متعددة الجنسيات و الدولة المضيفة يربطهم علاقة المصلحة المشتركة . فكل منهما يعتمد أو يستفيد من الآخر لتحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف المحددة . و بمعنى آخر أنه لا يوجد مباراة من طرف واحد كما افترض الكلاسيك . ولكنها مباراة ذات طابع خاص يحصل كل طرف فيها على الكثير من العوائد . غير أن حجم وعدد ونوع العوائد التي يتحصل عليها كل طرف تتوقف إلى حد كبير على سياسات واستراتيجيات و ممارسات الطرف الآخر بشأن الاستثمار الذي يمثل أساس وجوهر العلاقة بينهما .

ويرى أصحاب هذه النظرية أن الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المضيفة يساعد في تحقيق الآتي :

- ١ - الاستغلال و الاستفادة من الموارد المادية و البشرية المحلية المتاحة و المتوفرة لدى هذه الدول .

- ٢ - المساهمة فيخلق علاقات اقتصادية بين قطاعات الإنتاج و الخدمات داخل الدولة المعنية مما يساعد في تحقيق التكامل الاقتصادي بها .

- ٣ - خلق أسواق جديدة للتصدير و بالتّالي خلق و تنمية علاقات اقتصادية بدول أخرى أجنبية .

- ٤ - تقليل الواردات .

- ٥ - تحسين ميزان المدفوعات للدول المضيفة .

- ٦ - تدفق رؤوس الأموال الأجنبية .

- ٧ - المساهمة في تدريب القوى العاملة المحليّة .

- ٨ - نقل التقنيات التكنولوجية في مجالات الإنتاج و التسويق و ممارسة الأنشطة و الوظائف الإدارية و غيرها .

- ٩ - أنّ تحقيق التقدم الاقتصادي و السياسي و الاجتماعي في الدول المضيفة يتوقف إلى حد كبير على المنافع السابقة .

وجدير بالذكر أن وجهة نظر رواد النظرية الحديثة يؤيدها الكثير من الأدلة و البراهين العملية .

فمن ناحية نجد أن حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة المتدفقة إلى الدول النامية (من دول المجموعة الأوروبية وحدها) بلغ حتّى عام 1981 حوالي 14640 بليون دولار .

ومن ناحية أخرى ، فان تنافس الدول النامية لجذب الاستثمارات الأجنبية إلى أراضيها أصبح حقيقة يفرضها واقع ما تقدمه هذه الدول من ضمانات متعددة و امتيازات و تسهيلات مختلفة للشركات الأجنبية و متعددة القوميات .

صحيح يجب الاعتراف بوجود تعارض أو عدم تطابق بين أهداف الشركات متعددة الجنسيات و الدول المضيفة و لكن الجدل حول عدم جدوى العلاقة بين هذين الطرفين قد يجانبه الكثير من أوجه الصواب و الموضوعية .

وفي هذا الشأن يشير كل من زينوف و نيجاندي و باليجا

Zenoff et Negandhi et Baliga

إلى الأتي :

- ١ - إن الدول المضيفة لكي تحقق أكبر قدر ممكن من المنافع أو لكي تعظم عوائدها ، فإنها تحاول فرض شروط معينة على الشركات متعددة الجنسيات لكي تزيد من فرص التوظيف ، و المساهمة في تنمية الموارد البشرية ، و القيام بسلسلة

من البحوث و التطوير في مجالات البيع و الإنتاج ، و تشجيع المشاركة الوطنية في الاستثمار ، و تنمية الموارد المحلية و استغلالها ، و تحسين المنتجات وزيادة الصادرات ، والحد من الواردات .

- ٢ - في نفس الوقت نجد أن الشركات متعددة الجنسيات تطلب من الدول المضيفة الحد من الإجراءات البيروقراطية ، و توفير كافة الخدمات المرتبطة بالبنية الأساسية ، و تحسين الشروط و القوانين الخاصّة بالعمل ، و تخفيض الرقابة على النشاط التسويقي و الإنتاجي و غيرها من الأنشطة . هذا بالإضافة إلى السماح بالتملك المطلق لمشروعات الاستثمار .

وإذا نظرنا الى المتطلبات أو الشروط السابقة باعتبارها أنماطا مختلفة لتوقعات كل طرف من الآخر ، فان ضيق أو اتساع فجوة عدم تطابق توقعات الدولة المضيفة و الشركات متعددة الجنسيات يتوقف الى حد كبير ليس فقط على نوع و طبيعة أهداف كل طرف ولكن أيضا على درجة الفهم المتبادل لطبيعة المصلحة المشتركة بينهما.

نظرية عدم كمال السّوق

من المعلوم والمتفق عليه أنّ المنافسة تعتبر من أهمّ العوامل الّتي تقوم عليها الشركات ، فإذا كانت الشركة غير قادرة على المنافسة في السوق ، فهذا يؤدّي بها إلى الزوال ، وعلى هذا الأساس تقوم هذه النظرية .

حيث نفترض غياب المنافسة الكاملة في أسواق الدول النامية أو المضيفة ، بالإضافة إلى النقص الكبير في عرض السلع . كما أنّ الشركات الوطنية في البلدان المضيفة ليس لها القدرة على المنافسة الأجنبية في مجالات الأنشطة الاقتصادية أو الإنتاجية المختلفة ، أو حتّى فيما يختص بمتطلبات ممارسة أي نشاط وظيفي آخر لمنظمات الأعمال ، أي توفر بعض القدرات أو جوانب القوّة لدى الشركة متعدّدة الجنسيات مثل الموارد المالية ،التكنولوجيا ، والمهارات الإدارية ...الخ ، بالمقارنة بالشركات الوطنية في الدول المضيفة يعتبر أحد العوامل الرئيسية التّي تدفع هذه الشركات نحو الاستثمارات الأجنبية . أو بمعنى آخر أن يقين هذه الشركات بعدم قدرة الشركات الوطنية بالدول المضيفة على منافستها تكنولوجيا أو إنتاجيا أو ماليا أو إداريا ...الخ سيكون أحد المحفزات و الدوافع الأساسية التي تكمن وراء قرار هذه الشركات الخاص بالاستثمار أو ممارسة أي أنشطة إنتاجية أو تسويقية في الدول النامية .

كما يفترض هذا النموذج النظرة الشمولية لمجالات الاستثمار الأجنبي فضلا على أنّ التملك المطلق لمشروعات الاستثمار هي الشكل المفضل لاستغلال جوانب القوّة لدى الشركات متعددة الجنسيات .

وفي هذا الشأن يرى "هود و يونج" "Hood et Young" أنّه في حالة سيادة المنافسة الكاملة في أحد الأسواق الأجنبية ، فانّ هذا يعني انخفاض قدرة

الشركة المتعددة الجنسيات على التأثير أو التحكم في السوق ، وبالتّالي ضمان مكانة دائمة وفعالة في هذه السوق . حيث توجد الحرية الكاملة أمام أي مستثمر للدخول في السوق ، كما أن السلع والخدمات المقدمة و كذلك مدخلات و مكونات و عناصر الإنتاج المستخدمة تتصف بالتجانس ، ومن ثمّ فانّه قد لا توجد مزايا تنافسية للشركة متعددة الجنسيات أمام نظيرتها في الدول المضيفة في مثل هذا النوع من الأسواق .

و يتفق مع هود و يونج Hood et Young كلّ من باري و كيفز Parry et Caves في هذا الخصوص ، فالاستثمارات الأجنبية المباشرة ترتبط ارتباطا وثيقا بمدى توافر بعض المزايا أو امتلاك بعض الخصائص والموارد المتميّزة أو المطلقة لدى الشركة متعددة الجنسيات بالمقارنة بنظيرتها الوطنية في الدول المضيفة ، وهذا يعني أنّ الدافع وراء قرار الاستثمار هو الميزة الاحتكارية الّتي تتمتع بها الشركات المتعددة الجنسيات والّتي تستطيع الاستفادة منها في الدول المضيفة .

ومن هذا المنطلق ، يمكن أن نقول بأنّ رحيل أو هروب الشركات المتعددة الجنسيات من المنافسة الكاملة في الأسواق الوطنية بالدول الأم و اتجاهها للاستثمار أو نقل بعض أنشطتها لأسواق الدول النامية يمكن أن يحدث في كلّ أو بعض الحالات الآتية على سبيل المثال :

- ١- حالة وجود فروق و اختلافات جوهرية في منتجات الشركة المتعددة الجنسيات بالمقارنة بالشركات الوطنية أو الأجنبية الأخرى بالدول المضيفة مثل الشكل والمذاق بالنسبة للسلع الاستهلاكية .

- ٢- حالة توافر مهارات إدارية و تسويقية و إنتاجية ... الخ متميّزة لدى الشركات المتعددة الجنسيات على نظيرتها في الدول المضيفة .

- ٣- كبر حجم الشركات المتعددة الجنسيات و قدرتها على الإنتاج بأحجام كبيرة حيث تستطيع في هذه الحالة تحقيق وفرات الحجم الكبير .

- ٤- تفوق الشركات المتعددة الجنسيات تكنولوجيا .

- ٥- تشدّد إجراءات و سياسات الحماية الجمركية في الدول المضيفة و الّذي قد ينشأ عنها صعوبة التصدير لهذه الدول ، ومن ثمّ تصبح الاستثمارات الأجنبية المباشرة أو غير المباشرة في شكل تراخيص الإنتاج مثلا ، الأسلوب المتاح أو الأفضل لغزو مثل هذه الأسواق .

- ٦- قيام حكومات الدول المضيفة بمنح امتيازات و تسهيلات جمركية و ضريبية و مالية للشركات متعددة الجنسيات كوسيلة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية .

- ٧- الخصائص الاحتكارية المختلفة للشركات المتعددة الجنسيات و الّتي ترتبط بحالات عدم كمال السوق في الدول المضيفة ، ويمكن تلخيصها فيما يلي :

1. الخصائص التكنولوجية : وتتمثل في قدرة الشركات على ابتكار أنواع جديدة من السلع و المنتجات و تنويعها و إجراء بعض التحسينات أو التفسيرات في المنتجات القديمة على حسب تطوّر رغبات المستهلكين مثل التغليف ، الشكل و اللون ... الخ . بالإضافة إلى كون هذه الشركات تتميّز بالقدرة على تخصيص مبالغ ضخمة في البحوث و التطوير في كافة المجالات و الأنشطة الإنتاجية و التسويقية و إدارة الموارد البشرية . و كذلك توافر المعرفة و الخبرات الإدارية و كافة أساليب الإدارة الحديثة .

2. الخصائص التمويلية : وتشمل على الاستخدام المكثف للتجهيزات الرأسمالية و الآلات ، توافر رؤوس الأموال اللاّزمة للاستثمارات الإضافية والتوسعات و إجراء البحوث و توفير كافة التسهيلات الإنتاجية و التسويقية اللازمة ، و القدرة على تحمل و مواجهة الأخطار التجارية عن طريق تنويع الاستثمارات .

3. الخصائص التنظيمية و الإدارية : وتتمثل ليس فقط في توافر الخبرات و المهارات لتنظيمية و الإدارية في كافة المجالات ، و يمكن أن تتمثل أيضا في إمكانية هذه الشركات في نقل المعرفة و الخبرات في هذه المجالات إلى الدول المضيفة ، بالإضافة إلى عقد برامج التدريب اللازمة لتنمية الموارد البشرية في الدول المضيفة و غيرها .

4. الخصائص التكاملية : و تكمن في مجالات الأنشطة الوظيفية للشركات بصفة عامة .

و هنا تجدر الإشارة إلى أنّ هذه الشركات تستطيع مثلا الحصول على المواد الخام و المواد الأولية خاصّة في مجال الصناعات الاستخراجية كالبترول نظرا للامكانيات الموضوعية و الاستكشافية الفنية و البشرية المتوافرة لدى هذه الشركات . إن توافر المواد الخام قد تكون في الأصل من خصائص الدول النامية المضيفة ، غير أنه بمجرد دخول هذه الشركات في هذه الدول ، فانّ هذه الخاصية تتحول لصالح الشركات العاملة إما عن طريق تحكمها في إنتاج هذه المواد ، أو إنشاء مصانع جديدة لتصنيعها و تسويقها .

الانتقادات الموجهة لنظرية عدم كمال السوق

بخصوص الانتقادات الموجهة لنظرية عدم كمال السوق ، يرى روبوك و سيموندس Robock et Simmonds ما يلي :

- ١ - أنّ هذه النظرية تفترض إدراك و وعي الشركة متعددة الجنسيات بجميع فرص الاستثمار الأجنبي في الخارج . وهذا غير واقعي من الناحية العملية .

- ٢- أنّ هذه النظرية لم تقدم أي تفسير مقبول حول تفضيلات الشركات متعددة الجنسيات للتملك المطلق لمشروعات الاستثمار الإنتاجية كوسيلة لاستغلال جوانب القوّة أو المزايا الاحتكارية لهذه الشركات في الوقت الذي

يمكنها تحقيق ذلك من خلال أشكال أخرى للاستثمار أو العمليات الخارجية كالتصدير أو عقود التراخيص الخاصّة بالإنتاج أو التسويق .

فضلا عمّا سبق يمكن القول بأنّ مدى إمكانية أو واقعية نظرية عدم كمال السوق في تحقيق أهداف الشركات متعددة الجنسيات سواء كانت هذه الأهداف ترتبط الاستثمار المباشر أو غير المباشر مشروط بمدى مرونة و تعدد الشروط و الإجراءات الجمركية و الضوابط التي تضعها حكومات الدول المضيفة النامية أو المتقدمة و الخاصّة بتنظيم مثل هذه الأنشطة أو العمليات الإنتاجية التجارية . و من ثمّ فانّ قدرة الشركة على استغلال جوانب القوّة فيها أو المزايا الاحتكارية التي تميزها عن غيرها من الشركات الوطنية سوف تتأثّر هي الأخرى نتيجة لنفس السبب .

نظرية الحماية

ظهرت هذه النظرية نتيجة للخلل الذي شاب الافتراضات التي قامت عليها نظرية عدم كمال السوق.

فمن ناحية، إن ضمان الاستغلال الأمثل لفرص التجارة و الاستثمار الدولي بما يتوائم و أهداف الشركات متعددة الجنسيات لا يتحقق لمجرد عدم تكافؤ المنافسة بين هذه الشركات و الشركات الوطنية أو العاملة بالدول المضيفة . و من ناحية أخرى إن نجاح الشركات متعددة الجنسيات في تحقيق أهدافها إنما يتوقف على

مدى ما تمارسه الدول النامية من رقابة أو ما تفرضه من شروط و قوانين تؤثر على حرية التجارة و الاستثمار و ممارسة الأنشطة المرتبطة بهما بصفة عامة .

و من ثم ظهرت نظرية الحماية، و يقصد بالحماية هنا الممارسات الوقائية من قبل الشركات متعددة الجنسيات لضمان عدم تسرب الابتكارات الحديثة في مجالات الإنتاج أو التسويق أو الإدارة عموما إلى أسواق الدول المضيفة من خلال قنوات أخرى غير الاستثمار المباشر أو عقود التراخيص و الإنتاج ... الخ . أو أي شكل آخر و ذلك لأطول فترة ممكنة هذا من ناحية و من ناحية أخرى لكي تستطيع هذه الشركات كسر حدة الرقابة و الإجراءات الحكومية بالدول النامية المضيفة و إجبارها على فتح قنوات للاستثمار المباشر للشركات متعددة الجنسيات داخل أراضيها.

و بصفة عامة تقوم نظرية الحماية على أساس أن الشركة متعددة الجنسيات تستطيع تعظيم عوائدها إذا استطاعت حماية الكثير من الأنشطة الخاصة مثلا بالبحوث و التطوير و الابتكارات و أي عمليات إنتاجية أو تسويقية أخرى جديدة. و لكي تحقق الشركة هذا الهدف، فإن هذا يستلزم قيامها بممارسة أو تنفيذ الأنشطة المشار إليها داخل الشركة أو بين المركز الرئيسي و الفروع في الأسواق أو بالدول المضيفة بدلا من ممارستها في الأسواق بصورة مباشرة. وفي هذا الشأن يرى " هود و ينج" ضرورة احتفاظ الشركة متعددة الجنسيات بأحد الأصول (المعرفة أو

الخبرة، الاختراعات ... الخ) التي تحقق لها التميز المطلق بدلا من تصديره أو بيعه للشركات الأخرى في الدول المضيفة لكي تحقق الحماية المطلوبة لاستثمارها و من ثم الأهداف التي ترغب في بلوغها من وراء تدويل أنشطتها و عملياتها الإنتاجية أو الاستثمارية أو التسويقية ... الخ .

الانتقادات الموجهة لنظرية الحماية

- ١ - إن ممارسات الحماية من الممكن أن يتحقق بأساليب بديلة متاحة الآن قد تكون أكثر فعالية من تلك التي تستخدمها الشركات متعددة الجنسيات ، على سبيل المثال يوجد الآن ضوابط لحماية براءات الاختراع بمختلف أنواعها على مستوى العالم، تضمنها مواثيق متفق عليها و يقوم بتنفيذها منظمات دولية بعضها تابع لهيئة الأمم المتحدة، أم الآخر فيمثل منظمات دولية مستقلة، و من ثم يمكن القول بأنه لا يوجد مبرر عملي لما تقوم به بعض الشركات متعددة الجنسيات لحماية براءات الاختراع في أي نشاط اقتصادي يتم ممارسته.

- ٢ - إن نظرية الحماية تتركز بصورة مباشرة على دوافع الحماية للشركات متعددة الجنسيات و ضرورة أن تكون عملية اتخاذ القرارات داخل الشركة الأم و من ثم فهي تعطي اهتماما أقل إلى الإجراءات أو الضوابط و السياسات الحكومية الخاصة بالدول المضيفة الخاصة بالاستثمارات الأجنبية و الممارسات الفعلية الحالية أو المرتقبة للشركات الأجنبية،هذه الإجراءات و السياسات

الحكومية قد تؤدي إلى تقليل جدوى ممارسات و إجراءات الحماية التي تمارسها الشركة متعددة الجنسيات و كذلك على مدى تحقيقها للأهداف التي تسعى لبلوغها.

نظرية دورة حياة المنتج الدولي

تعتبر نظرية دورة حياة المنتج الدولي من أهم تفسيرات و أسباب انتشار ظاهرة الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية بصفة خاصة و الدول المتقدمة بصفة عامة كما أنها تلقي الضوء على دوافع الشركات المتعددة الجنسيات (القوميات) من وراء الاستثمارات الأجنبية من ناحية ، و من أخرى فإنها توضح كيفية أو أسباب انتشار الابتكارات و الاختراعات الجديدة خارج حدود الدولة الأم و بصفة عامة تنطوي دورة حياة المنتج الدولي أربعة مراحل أساسية.

المرحلة الأولى: مرحلة البحوث و الابتكارات بالبلد المخترع (الولايات المتحدة الأمريكية).

المرحلة الثانية: مرحلة تقديم السلعة بالسوق الداخلي (الولايات المتحدة الأمريكية).

المرحلة الثالثة: مرحلة النمو في الإنتاج و التسويق المحلي و الدولي .

المرحلة الرابعة: مرحلة بداية التشبع في السوق المحلي و بدأ إنتاج السلعة في الدول المتقدمة الأخرى.

المرحلة الخامسة: مرحلة بدأ إنتاج السلعة في الدول النامية و تدهور السلعة بالسوق الأمريكي بسبب المنافسة السعرية أو الجودة.

إن الواقع العملي و الشواهد أو الممارسات الحالية لكثير من الشركات متعددة الجنسيات تؤيد الافتراضات التي تقوم عليها نظرية دورة حياة المنتج الدولي ، و على سبيل المثال نجد أن الصناعات الإلكترونية مثل الحاسبات الآلية بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية قبل انتشار إنتاجها في المملكة المتحدة و فرنسا و ألمانيا الغربية و اليابان، ثم بعد ذلك امتد إنتاج هذا النوع من الصناعات في دولة نامية أخرى مثل تايوان و كوريا الجنوبية و هونج كونج ...... الخ.

الانتقادات الموجهة لنظريةدورة حياة المنتج الدولي

بالرغم من نجاح هذه النظرية و إمكانية تطبيقها على بعض المنتوجات إلا أن هناك أنواعا أخرى من هذه السلع أو المتوجات قد يصعب تطبيق النظرية بفروضها السابقة عليها ، و من أمثلة ذلك السلع التي يطلق عليها **" سلع التفاخر"** (PRESTIGIOUS-GOODS) مثل سيارات الرولز رويس أو السلع التي يصعب على دول أخرى (غير الدول صاحبة الاختراع) تقليدها أو إنتاجها بسهولة .

و هناك إنتقاد آخر و هو أن نظرية دورة حياة المنتج الدولي لم تقدم تفسيرا واضحا لأسباب قيام الشركات المتعددة الجنسيات بالاستثمار المباشر بدلا من عقود التراخيص في الدول المضيفة .

كما أن هذه النظرية تقدم فقط تفسيرا للسلوك الاحتكاري للركة و اتجاهها إلى الإنتاج في دول أجنبية للاستفادة و التمتع بفروق تكاليف الإنتاج أو الأسعار أو استغلال التسهيلات الممنوحة من قبل الدول المضيفة و كسر حدة إجراءات الحماية الجمركية التي تفرضها هذه الدول على الإستراد .

المحددات و العوامل الموقعية أو البيئية

* يعود الفضل في تطوير هذه النظرية إلى العالمين الاقتصاديين " باري" و " دننج" .

ترتكز نظرية الموقع على ما ينطوي عليه قرار الاستثمار الأجنبي الخاص بأي شركة متعددة الجنسيات

و الذي يتحدد بالعديد من العوامل ، بعضها دولي أما الآخر فيمثل عوامل على الصعيد المحلي (على مستوى الدولة الأم) ، و في هذا الشأن نجد أن محور اهتمام نظرية الموقع يرتبط بقضية اختيار الدولة المضيفة التي ستكون مقرا للاستثمار أو ممارسة الأنشطة الإنتاجية أو التسويقية الخاصة بالشركات المتعددة الجنسيات أو بمعنى آخر أنها ترتكز على المحددات و العوامل الموقعية أو البيئية المؤثرة على

قرارات استثمار الشركة المتعددة الجنسيات في الدول المضيفة . و كما يرى " باري" إن هذه النظرية تهتم بالمتغيرات البيئية في الدول المضيفة التي ترتبط بالعرض و الطلب. تلك العوامل التي تؤثر على الأنشطة الإنتاجية أو التسويقية و البحوث و التطوير و نظم الإدارة و غيرها .

كما أن هذه النظرية تهتم بكل العوامل المرتبطة بتكاليف الإنتاج و التسويق و الإدارة ... الخ ، بالإضافة إلى العوامل المرتبطة بالسوق أو العوامل التسويقية، و هذا ما جاء به الاقتصادي " دننج " .

العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار الأجنبي (حسب نظرية الموقع)

إن العوامل الموقعية التي تؤثر على كل من قرار الشركة المتعددة الجنسيات للاستثمار المباشر في إحدى الدول المضيفة و كذلك على قرارها الخاص بالمفاضلة بين هذا النوع من الاستثمار و بين التصدير لهذه الدولة أو غيرها من الدول الأخرى المضيفة و تتمثل هذه العوامل في الآتي:

- ا - ***العوامل التسويقية و السوق:*** مثل درجة المنافسة، منافذ التوزيع، وكالات الإعلان، حجم السوق، معدل نمو السوق ، درجة التقدم التكنولوجي، الرغبة في المحافظة على العملاء السابقين، احتمالات التصدير لدول أخرى ... الخ.

٢ - ***العوامل المرتبطة بالتكاليف***: مثل القرب من المواد الخام و المواد الأولية، مدى توافر الأيدي العاملة، انخفاض مستويات الأجور ، مدى توافر رؤوس الأموال ، مدى انخفاض تكاليف نقل المواد الخام و السلع الوسيطة، و التسهيلات الإنتاجية الأخرى ... الخ .

٣ - ***الإجراءات الحمائية (ضوابط التجارة الخارجية)***: مثل التعريفة الجمركية، نظام الحصص، القيود الأخرى المفروضة على التصدير و الإستراد.

٤ - ***العوامل المرتبطة بمناخ الاستثمار الأجنبي***

(INVESTMENT-CLIMATE) : مثل الاتجاه العام نحو قبول الاستثمارات الأجنبية أو الوجود الأجنبي، الاستقرار السياسي، القيود المفروضة على ملكية الأجانب الكاملة لمشروعات الاستثمار، إجراء تحويل العملات الأجنبية و التعامل فيها، مدى ثبات أسعار الصرف، نظام الضرائب، و مدى التكيف مع بيئة الدولة المضيفة بصفة عامة .

٥ - ***الحوافز و الإمتيازات***: مثل التسهيلات التي تمنحها الحكومة المضيفة للمستثمرين الأجانب.

٦ - ***عوامل أخرى***: مثل الأرباح المتوقعة، المبيعات المتوقعة، الموقع الجغرافي، مدى توافر الثروات الطبيعية و القيود المفروضة على تحويل الأرباح و رؤوس الأموال للخارج، إمكانية التهرب الضريبي .

العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار الأجنبي(روبوك و سيموندس)

المصطلح الأصلي لهذه النظرية هو (GEOBUSNESS) و هو اختصار للعبارة (GEOGRAPHY-BUSNESS) و هي تعني: " النشاط الجغرافي" أي النشاط الذي له علاقة بالموقع (موقع الدولة المضيفة).

تعتبر هذه النظرية امتداد لنظرية الموقع السالف ذكرها ، إذ تحتوي على العديد من المحددات الإضافية فيما يخص الاستثمارات الأجنبية.

يعود الفضل في تطوير هذه النظرية إلى الاقتصاديين " روبوك و سيموندس" (S.H.ROBOCK and K.SIMMONDS)

أفكار " روبوك و سيموندس" تمحورت حول أن الأعمال و النشاطات الدولية تتأثر بثلاث مجموعات من العوامل و هي:

1/ عوامل شرطية.

2/ عوامل دافعة.

3/ عوامل حاكمة (ضابطة).

1/ عوامل شرطية:

***خصائص المنتج (السلعة) (PRODUCT-SPECIFIC):**

نوع السلعة، استخدامات السلعة، جدة السلعة، متطلبات الإنتاج للسلعة(الفنية، المالية و البشرية)، خصائص العملية الإنتاجية.

***الخصائص المميزة للدولة المضيفة (COUNTRY-SPECIFIC) :**

1 - *طلب السوق المحلي*: على الشركة المتعددة الجنسيات أن تتنبأ بطلب السوق المحلي على منتوجاتها قبل اتخاذ القرار، فمثلاً نجد طلب متزايد في السوق الجزائري على أجهزة الهواتف النقالة و هذا ما يفسر التنافس الشديد بين الشركات الأجنبية.

2 - *نمط توزيع الدخل*: أي مستوى القدرة الشرائية، لأنها إحدى محددات الميل للاستهلاك و بالتالي الطلب الفعال.

3 - *مدى توافر الموارد البشرية و الطبيعية*.

4 - *مدى التقدم الحضاري* (TECH-CULTURAL) .

العلاقات الدولية للدولة المضيفة مع الدول الأخرى:

1 - نظم و وسائل النقل و كذا الاتصالات بين الدولة المضيفة و الدول الأخرى.

2 - الاتفاقات الاقتصادية و السياسية التي تساعد على سهولة التجارة الدولية أي حرية انتقال رؤوس الأموال و المعلومات و البضائع والأفراد، حتى يمكن للاستثمار الأجنبي أن يكمل بكفاءة عالية و يحقق أعلى معدل للعائد من الربحية يجب أن يسود البلد المضيف قوانين اقتصاد السوق و معنى ذلك أن تتوفر حرية

دخول و خروج رؤوس الأموال بحرية كاملة و أن تخضع الأسعار لقانون العرض و الطلب.

2/ عوامل دافعة:

* *الخصائص المميزة للشركة* ***(FIRM-SPECIFIC)*** :

1 *مدى توافر الموارد المالية و البشرية و الفنية و التكنولوجية .*

2 *حجم الشركة*: يمكن قياس حجم الشركة وفقاً لعدة مقاييس من بينها رقم الأعمال،

عدد العمال و نوعية التكنولوجيا المستعملة.

* *المركز التنافسي*:

المقدرة النسبية للشركة على المنافسة و مواجهة التهديدات و الأخطار التجارية، إذ يجب على الشركة أن تحتوي على جميع الوسائل الضرورية و اللازمة لمنافسة جميع الشركات الأخرى سواء كان ذلك محلياً(الدول المضيفة) أو دولياً(الدول الأخرى).

3/ عوامل حاكمة(ضابطة):

* *الخصائص المميزة للدولة المضيفة*:

1 *القوانين و اللوائح الإدارية.*

2 *نظم الإدارة و التوظيف.*

3 *سياسات الاستثمار.*

4 *الحوافز الخاصة بالاستثمارات الأجنبية:* و هي من أهم الخصائص المميزة للدولة المضيفة ، فعلى سبيل المثال نذكر بعض الحوافز:

- ✓ الإعفاءات الضريبية عند بدأ نشاط الاستثمار.
- ✓ ضمان تحويل الأرباح و رأس المال.
- ✓ عدم التدخل في التسعير و ترك ذلك لقوى العرض و الطلب.
- ✓ توفير القروض و التسهيلات الائتمانية الداخلية.

*** *الخصائص المميزة للدولة الأم:***

1 *المنافسة:* إن الشركات تتهرب من المنافسة الشديدة في الدول الأم فتلجأ إلى الاستثمار في دول أخرى لا توجد بها منافسة .

2 *تكاليف الإنتاج:* بسبب ارتفاع أسعار المواد الأولية و غلاء اليد العاملة، بينما في الدول النامية (المضيفة) تكون أثمان كل من المواد الأولية و اليد العاملة رخيصة و منخفضة.

3 *القوانين و اللوائح و السياسات الخاصة بتشجيع تصدير رؤوس الأموال :*

نجد من أهم السياسات التي تشجع تصدير رؤوس الأموال " ضمان التأمين الذي يعوض المنشأة إذا لحقها ضرر مادي (خسارة) بسبب أي تصرف للحكومة

المضيفة " مثل هذا البرنامج التأميني يوفر حافزا للاستثمار الأجنبي حيث أن برنامج التأمين المماثلة لا يمكن أن يقدمها قطاع التأمين الخاص.

*** العوامل الدولية:**

الاتفاقيات المبرمة بين الدولة المضيفة و الدولة الأم و المواثيق الدولية المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية، أو ما يعرف بالاتفاقية الثنائية بين البلدين، إذ يتم من خلالها تنظيم شروط التجارة فيما بينهما سواء تعلق الأمر بالحصص و نوعية السلع و الإمتيازات و ما يتعلق بالتعريفات الجمركية و سعر الصرف و طريقة و عملية التسوية و قواعد تنظيم المدفوعات و هذا ما يسهل عملية الاستثمار الأجنبي .

مقارنة بين نظرية الموقع المعدلة و النظريات السابقة

إذا نظرنا إلى جوهر النظرية فإننا نستخلص ما يلي :

* إن الكثير من محددات الاستثمار الأجنبي من واقع هذه النظرية قد أشارت إليها أو تناولتها النظريات السابقة.

* إن هذه النظرية قدمت العديد من العوامل التي قد تعوق أو تدفع الشركات المتعددة الجنسيات إلى القيام بالمشروعات الاستثمارية أو ممارسة أنشطة إنتاجية و تسويقية في الدول المضيفة .

* تتميز هذه النظرية عن غيرها من النظريات السابقة بإشارتها إلى العوامل الدافعة للاستثمارات الأجنبية التي ترجع إلى الدولة الأم مثل الضمانات و الحوافز التي تقدمها الحكومة الأم لتشجيع

شركاتها الوطنية المحلية لإقامة مشروعات استثمارية أو ممارسة أنشطة إنتاجية و تسويقية خارج حدودها و العوامل البيئية الأخرى مثل زيادة حدة المنافسة في الأسواق المحلية بالدولة الأم أو زيادة نفوذ إتحادات العمال و النقابات و ارتفاع تكاليف العمالة ......الخ .

الشركات متعدية الجنسية

أ. مفهوم وطبيعة واهداف الشركات متعدية الجنسيه

في البدايه يتعين الأشاره الى ان "الشركه مفهوم قانوني وليس مفهوما اقتصاديا"... ولايوجد في الأدب الأقتصادي مفهوم دقيق، يعبر عن هذا النوع من المؤسسات، حيث نجد مصطلحات مختلفه مثل الشركه المتعددة او المتعدية الجنسيات أو القوميات (Multinational Corporation) او الشركه العابرة الأوطان (Transnational Corporation) أو الشركه الشموليه او الكونيه (Global Corporation) او الشركة الدولية (International Corporation)، او الشركة مافوق القومية (-Super national Corporation)، "وان تعدد هذه المفاهيم، تعكس تعقد هذه

الظاهره وفي الوقت نفسه تعبر هذه المفاهيم عن مواقف ايديولوجيه وفكريه محدده"، وهذه المفاهيم "تطمس الدور الحقيقي الذي تلعبه هذه المؤسسات في الأقتصاد الدولي، بأعتبارها تمثل وتعبر عن المرحله الجديده من التركز العالمي لرأس المال والأنتاج". كما وارتبط النظر الى "هذه الشركات المتعددة الجنسيه تاريخيا بالأساس الأيديولوجي للدوله، فقد تأثرت بمفاهيم الحقبه الأستعماريه، التي كانت هذه الشركات، ذاتها تمهد لتحويل المشروع الأقتصادي الاستثماري الى مشروع سياسي استعماري لبلد ما...".

كما ارتبط مفهوم الشركات متعدية الجنسية بالاستثمار الأجنبي بشكل عام والاستثمارالاجنبي المباشر بشكل خاص".

وتعتبر طبيعة الشركه متعدية الجنسيه، كظاهرة حديثة تقترن بتدويل الأنتاج، حيث الاستثمار الأجنبي وانشطة الفروع الأجنبية المختلفة وعملياتها، وتوسعت على صعيد الدول المتقدمة والدول النامية وازدادت اهميتها على مستوى الأنتاج العالمي، وان ظاهرة "نقل نشاط هذه الشركات وتفسير هذه الظاهره، لاسيما بين رجال الأعلام وبين المحللين الأقتصاديين، يختلف تبعا لأختلاف زاوية الرؤيه ومتطلبات المصلحة".

كما وتعتبر هذه الشركات، وتغير المفاهيم حولها وتطورها بمرور الوقت "كما اشير لها في البداية، حيث كانت ملكيتها تخضع لسيطرة جنسيات متعدده

Multinational Company، ويتولى ادارتها اشخاص من جنسيات متعدده وتمارس نشاطها في بلدان اخرى متعدده، على الرغم من ان "استراتيجيتها وسياساتها وخطط عملها تصمم في مركزها الرئيسي الذي يوجد في دول معينه تسمى الدولة الأم "Home Country"، الا ان نشاطها يتجاوز الحدود الوطنيه والأقليميه لهذه الدوله وتتوسع في نشاطها الى دول اخرى تسمى الدول المضيفه "Host Countries" وفي مراحل لاحقة رأت لجنة العشرين، التي شكلتها اللجنه الأقتصاديه والأجتماعيه التابعه للأمم المتحده(يونكيتاد UNCTD) في تقريرها الخاص بنشاط هذا النوع من الشركات ان يتم استخدام كلمة Translational بدلا من كلمة Multinational وكلمة Corporation بدلا من كلمة Enterprise. واتضح، كما تشير الوثيقه، بأن هذه الشركات تعتمد في انشطتها على سوق متعدد الدول، كما ان استراتيجياتها وقراراتها ذات طابع دولي وعالمي...

لقد بدت الشركات متعدية الجنسيه، اتجاها متناميا، على صعيد الدول المتقدمه او الناميه، حيث تشير الكثير من البحوث والدراسات، من انها تتميز بالتنوع الكبير في انشطتها وسياساتها الأنتاجيه، ويعود السبب في هذا التنوع في تقليل احتمالات الخساره في مكان او ميدان ما، فأنها ممكن ان تعوضه وتربح في نشاطات اخرى وأحلت وفورات مجال النشاطات Economies of Scope

محل وفورات الحجم Economies of Scale والتي انتهجتها الشركات الكبرى بعد الحرب العالميه الثانيه، ونتيجة لذلك تتشعب الأنشطه التي تقوم بها قطاعيا وجغرافيا، وهذا يؤدي الى تحقيق التكامل الأفقي والرأسي.

ان التطور الكبير لظاهرة الشركات متعدية الجنسيه، قد اتخذ اشكالا منظمه بين كل من الشركه الأم والفروع، وبين دولة الشركه والدول المضيفه،... وانتشرت هذه الشركات لتغطي معظم دول العالم عبر فروع وشركات تابعه، سواء في الدول المتقدمه ام النامية، ولقد اعتمد مؤشر تعدي الجنسيه "Transnational Index" للحكم على موقع الشركه بين باقي الشركات في العالم، ومن هذه المؤشرات:

1. استخدمت المبيعات الأجنبيه كنسبه من مجموع المبيعات للشركه.
2. استخدمت الموجودات الأجنبيه كنسبه من مجموع موجودات الشركه.
3. استخدم عدد العاملين الأجانب كنسبه من مجموع عدد العاملين في الشركه

و وفقا لهذه الدرجه، مستوى تعدد الجنسيات، وبذلك يسميان الشركه "المتعددة الجنسيه" بأنها "تلك التي تتخطى عملياتها في الخارج 50٪ من اجمالي عملياتها". هذه النسب الثلاث "كما يشار لها" اذا ما احتسبت معدلها (مجموع النسب الثلاثه / 3) حصلنا على مؤشر تعدي الجنسيه المعتمد، في تصنيف الشركات من قبل "يونكيتاد" الأمم المتحده. ولقد بلغ مؤشر تعدي الجنسيه

لبعض الشركات، نسبة مرتفعة جدا فمثلا شركة "Nestle SA" السوسريه الشهيره بلغ مؤشرها 93,2٪ في العام 1998، مما يعني ان 93,2٪ من انشطتها اجنبيه (خارج سويسرا)، فحجم مبيعاتها 48,3 مليار دولار، منها 47 مليار دولار مبيعات اجنبيه وبلغ عدد العاملين فيها 225808 عاملا منهم 219442 عاملا اجنبيا. وشركة ABB السوسريه، تسيطر حاليا على اكثر من 1300 شركة تابعه منتشره في معظم انحاء العالم "وكما ذكرنا" فأن السوق السوسريه لاتستوعب إلا نسبه بسيطه للغايه من اجمالي مبيعات الشركه.

وتشمل التدفقات الماليه من الاستثمار المباشر، جميع الأموال، التي يقدمها المستثمر المباشر، سواء مباشره او من خلال شركات تابعه، وهو يشمل تملك اصول رأسماليه او انشطه استثماريه اخرى والمشاركه في ادارتها، وهكذا يفهم، ان الاستثمار الأجنبي المباشر، يعني تملك المستثمر الأجنبي لكل الاستثمار (المشروع) او لجزء منه، فأذا ازدادت "حصة شركة الاستثمار الأجنبيه عن نسبه معينه تتراوح بين 10-25٪ فأكثر في الاستثمار، فأنها تصنف على انها شركة استثماريه أجنبيه او مستمر فرد.

في حين يعتبر بعض المؤلفين، المتخصصين بدراسة ظاهرة الشركات متعدية الجنسيه ، درجة انخراط الشركه في نشاطات خارجيه بمثابة معيار لتميز الشركه "المتعددة الجنسيه" عن غيرها من الشركات، فعلى سبيل المثال يعتبر

رولف S.E.Rolf الشركه الدوليه بأنها تلك التي تستحوذ على 25٪ او اكثر من عملياتها الاستثماريه والأنتاجيه في الخارج، في حين يرى بروك N.K. Bruck وليس F. A. Less،" يحددان وفقا لهذه الدرجة اوالمعيار، مستوى تعدد الجنسيات، وبذلك يسميان الشركة المتعدية الجنسية بانها تلك التي تتخطى عملياتها في الخارج 50% من اجمالي عملياتها".

وهناك دراسات اخرى ،تعتبر كل شركة متعية الجنسية "اذا كان لها على الاقل فرع بالخارج تمتلك في حد ادنى 10٪ من رأسماله".

غير ان الشائع في الأدب الأقتصادي "حسب د. صالح ياسر" هو تميز الشركه "المتعددة الجنسيات" بحسب درجة التدويل، فعلى سبيل المثال، يصنف روبنسون D. Robinsson الشركات "المتعددة الجنسيات"

الى ثلاث انواع "الشركه الدوليه"، "الشركه المتعددة الجنسيه" و "الشركه مافوق القوميه".

بتطور نشاط هذه الشركات، واتخاذ هذا النشاط ابعادا عالميه، ادخل بعض الكتاب مفهوم "الشركه الكوزموبوليتيه "Cosmo Corporation" فعلى سبيل المثال فأن بول G. W. Ball الذي يعبر عن ادخالمفهوم "الشركه الكوزموبوليتيه" يعني ان هذه الشركات ينبغي ان تصبح بمثابة وحدات كوسموبوليتيه، وتمارس نشاطها وفقا لقواعد القانون وجهات نظر

كوزموبوليتيه، يشير في هذا الصدد الى ان الد وارتباطا وله/ الأمه، قد اصبحت متتوجا قديما، ولم تعد هذه الدولة قادرة على انجاز المهام التي تواجه العالم المعاصر، بكل مايحمله من تعقيدات، ولهذا فأن الدولي للشركات، وان تدار من قبل كيان مافوق قومي، مؤلف من ممثلي بلدان مختلفه، ومن هذه التعاريف والمفاهيم يصيغ "د. ياسر حسن صالح" اهم هذه العناصر للشركه المتعدية الجنسيه، بأنها:

- تعدد الوحدات الأنتاجيه على المستوى الدولي
- مركزية السيطره على هذه الوحدات بواسطة المتتوج الأصلي
- ممارسة هذه السيطره في اطار استراتيجيه عالميه موحده

وحول الاستثمارات الأجنبيه ودور الشركات المتعدية الجنسيه فيه يدور الحديث، ويشكل محور الأهتمام الكبير من قبل رجال الأعمال والشركات والدول، ويتمثل هذا الأهتمام "من وجهة" النظر الأقتصاديه، حول جدوى الاستثمارات في الدول الناميه، ومن وجهة النظر السياسيه بدور الجدل، حول دوافع الشركات متعدية الجنسيه من وراء هذا النوع من الاستثمار ومحدوداته وسياساته وآثاره الأجتماعيه والأقتصاديه والسياسيه... الخ. اما اهداف الشركات المتعدية الجنسيه هو التمحور حول حدوث الاستثمارات ودوافعها من وراء الاستثمار في بلدان الغير. وزيادة القدرات التنافسيه ومن ثم تعظيم ارباحها وايراداتها، ويعتبر التخطيط

الأستراتيجي اداة لأدارة الشركات، وهو المنهج الذي يضمن ويؤدي الى تحقيق ماتهدف إليه هذه الشركات، وماترغب ان تكون عليه في المستقبل وتسعى الى اقتناص الفرص وتكبر العوائد وتحقيق معدلات مرتفعه في المبيعات والأرباح ومعدل العائد على راس المال المستثمر، وان التخطيط الأستراتيجي هو الأداة الأساسيه التي تستخدمها لتحقيق اهداف الشركه المتعدية الجنسيه لذلك تعمل على آلية قواعد التخصيص ووضع الأهداف الخاصه بكل شركة تابعه وارتباط ذلك بتحقيق الأهداف الأستراتيجيه للشركه وخدمة استراتيجيتها العالميه، وان تعاظمها تعبير عن المؤشرات التي تدل على دورها ونشاطها، حيث ان حوالي 80٪ من مبيعات العالم تتم عبر هذه الشركات، وهو مايعكس ضخامة قدرتها التسويقيه والأنتاجيه التي مكنتها من السيطره على الجزء الهام من حركة التجاره العالميه.

1. حجم الشركات متعدية الجنسيه

يشير معظم الأقتصاديين، الى ارتباط مفهوم الشركات متعدية الجنسيه بالاستثمار الأجنبي بشكل عام والاستثمار الأجنبي المباشر بشكل خاص، وقبل الخوض في طبيعة هذه العلاقه، لابد من معرفة حجم هذه الشركات، وما تمثله من كيانات اقتصاديه عملاقه، وحجم رأس المال، وحجم استثماراتها، وتنوع انتاجها وارقام المبيعات والأيرادات التي تحققها، والشبكات التسويقيه التي

تمتلكها، وحجم انفاقها على الموضوع والتطوير فضلا عن هياكلها التنظيميه وكفاءة ادارتها، واهم مقياس متبع للتعبير عن سمة الضخامه لهذه الكيانات الأقتصاديه العملاقه "حسب هذه الدراسه" يتركز في المقياس الخاص برقم المبيعات "Sales Figure" او مايطلق عليه "رقم الأعمال"، كذلك يستخدم حجم الأيرادات لنفس الهدف، في حين ان هناك دراسات اخرى تشير الى ان الشركات الكبيره والعملاقه هي التي تتعدى الحدود الوطنيه، ولكن هذا القول غير دقيق "حسب هذه الدراسات" فالشركات متعدية الجنسيه قد تكون كبيره او متوسطه، وتوضح، هذه الدراسه، ان هذه الشركات متعدية الجنسيه كبيره كانت ام صغيره، فأنها مرتبطه اصلا بالاستثمار الأجنبي المباشر، فقد تكون الشركه الأم صغيره وتستثمر في شركات متوسطة وصغيره في البلدان المصنعه إلا ان ماهو متفق عليه، ان الشركات متعدية الجنسيه قد جرى تصنيفها على اساس حجم الموجودات الأجنبيه، ولذا دأبت تقارير الأمم المتحده (يونكيتاد UNCTAD) على استخدامه في التصنيف، ويمكن ان تصنف على اساس المبيعات الأجنبيه ويمكن ان تصنف على اساس عدد العاملين الأجانب "كما اشير له من قبل"، وتواصل الدراسه بالأشاره الى انه "يمكن ان يستخدم مؤشر تعدي الجنسيه في تصنيف وتركيب تلك الشركات الكبيره سواء في الدول المتقدمه ام في الدول الناميه، وهذا ما دأب عليه، تصنيف الأمم المتحده في عام 1998 ففي تصنيف

الشركات بأستخدام الموجودات الأجنبيه، جاءت شركة جنرال اليكتريك بالمرتبه الأولى من حيث موجوداتها الأجنبيه والتي بلغت 82,8 مليار دولار وان مجموع موجودات الشركه لنفس تلك السنه 1998 بلغ 272,4 مليار دولار والتي شكلت مانسبته 30,4٪ (82,8/ 272,4) من مجموع موجوداتها، اما مؤشر تعديها الجنسيه فقد بلغ 30,7 وبهذا احتلت المرتبه 83 من بين اكبر مائة شركه متعدية الجنسيه (القوميه)، في حين احتلت شركة "Seagram Company" الكندية المرتبة الأولى بموجب مؤشر تعدي الجنسيه، حيث بلغ 97,3٪ وكان حجم موجوداتها الأجنبيه 18,2 مليار دولار قياسا بأجمالي موجوداتها التي بلغت 18,6 مليار دولار، كنسبه تجاوزت 99٪ من اجمالي الموجودات.

وان حجم النمو الكبير لهذه الشركات خلال النصف الثاني من القرن العشرين ولحد الأن قد ادى الى تعاظم نفوذها الأقتصادي والمالي والسياسي، وتعاظمت تحالفاتها الأستراتيجيه من اجل تحقيق مصالحها الأقتصاديه المشتركه وتعزيز قدراتها التنافسيه والتسويقيه، وبناء التحالفات التي هي نتاج المنافسه المحتدمه فيما بينها، والتي اصبحت، احدى السمات الأساسيه للأسواق المفتوحه وثورة الأتصالات والمعلومات، والتي اتخذت هذه التحالفات شكل الأندماج، ومن الأمثله على ذلك، التمركز الأوربي لبحوث الحاسوب والمعلومات والأتصالات الذي تشترك فيه ثلاث شركات اوربيه كبرى تنتج الحاسبات

الآليه، وهي شركة بول الفرنسيه Ball و Tcl البريطانيه وSiemens سيمنز الألمانيه، وقد يتحول التحالف الأستراتيجي ايضا الى شركات تابعه مشتركه.

كما ان الأنتشار الجغرافي الواسع، وكبر مساحة الأسواق التي تغطيها، خارج الدوله الأم، بما لديها من امكانيات هائله في التسويق، وشركاتها التابعه المنتشره في انحاء العالم، وتكفي الأشاره الى ان شركة ABB السويسريه تسيطر حاليا على اكثر من 1300 شركه تابعه منتشره في معظم انحاء العالم "علما ان السوق السويسريه لاتستوعب إلا نسبة بسيطه للغايه من اجمالي مبيعات الشركه" التكنولوجيا الحديثه والمهارات الفنيه والأداريه، ذات الكفاءآت العاليه والمتخصصه، حيث تستطيع هذه الشركات المتعددة الجنسيه من مراقبة 80-90٪ من التجاره العالمية وهذا مايوفر لها زيادة قدراتها التنافسيه وفي تعظيم ارباحها وايراداتها...، وفي العام 2002 امكن احصاء 63834 شركة متعدية الجنسيه تملك 866119 فرع خارجي وتوظف 53094 مليون شخص "اجير" (انظر الجدول 2) وتمثل مبيعات الفروع المحليه في الخارج اكثر من ضعفي حجم مجموع الصادرات العالميه، حيث شهدت وتائر نموا ملحوظا خلال الفتره (1986-2002) وتتمركز 172 من اصل 200 شركه من هذه الشركات التي تعد الأكبر في مجموعة محدوده من الدول هي (الولايات المتحده

الأمريكية، اليابان، فرنسا، ألمانيا، بريطانيا)، كما توجد من بين هذه الشركات المتعدية الجنسيه، الأكبر حجما منها 53 اوربيهة ألأصل و23 امريكية الأصل.

وبالرغم من ضخامة الاستثمارات الدوليه التي تقوم بها الشركات متعدية الجنسيه، فأن اكثر من ثلثي استثماراتها تتركز في الولايات المتحده الأمريكية ودول الأتحاد الأوربي (بريطانيا، فرنسا، المانيا) وسويسرا واليابان، كما هيمنت التحالفات الأمريكيه واليابانيه والأوربيه على هذه الشركات، رغم ان هناك العديد من الشركات تؤول لدول متقدمه ونامیه، الا ان معظم هذه الشركات تقع في العالم المتقدم أيا كانت هذه الشركات، فأنها تشكل هياكل وبنى تنفذ من خلالها تدفقات الاستثمار الأجنبي...

حيث تشير بعض البحوث والدراسات من ان هناك اكثر من 900 شركه عالميه في مجال الصناعه تفوق ببيعاتها كل واحد منها المليار دولار عام 1997 (انظر جدول رقم3)من بينها 480 شركه امريكيه، و 116 شركه يابانيه، وتليها 115 شركه بريطانيه، وهناك 51 شركه فرنسيه، و 46 شركه المانيه، يضاف الى ذلك، ان هناك شركات في العالم الثالث، تعدت قيمة اسهمها الميار ونصف المليار دولار وعددها 200 شركه معظمها من كوريا الجنوبيه وتايوان والمكسيك والبرازيل وهناك شركات من البلدان العربيه تقع ضمن اكبر 500 شركه في العالم مثل شركة سايك السعوديه، ومؤسسة البترول الكويتيه،

وفق احصاءآت 1991، ومن بين اكبر 500 شركة عربيه مساهمة، كانت الأردن ممثله بأكبر عدد (90) شركة، تليها السعوديه (71) شركة، وبعد مصر (65)، ثم الكويت (56)، والمغرب (7) وتونس (30)، والأمارات (22) شركه.

ومن حيث القيمة، فكانت الشركات السعوديه هي الأكبر بين ال 500 شركة، اذ بلغت قيمتها 45 مليار دولار، تليها الكويت 20 مليار دولار وبعدها الأمارات ومصر...

وتتحكم، هذه الشركات بجزء متعاظم من الناتج المحلي الأجمالي على الصعيد العالمي، ويمكن التدليل على هذا الميل العالمي، من خلال متابعة ايرادات الشركات الخمسمائه والتي بلغت 11,5 ترليون (لاحظ ان الترليون يساوي 1000 مليار) في عام 1995، مشكلة 45٪ من الناتج المحلي الأجمالي لمجموع دول العالم المذكور في تقرير التنميه في العالم لعام 1996 (الذي يبلغ 25,3 ترليون)، واذا استبعدنا من المقارنه الدول ذات الدخل المرتفع (24 دوله) نجد ان مجموع ايرادات الشركات المذكوره يعادل 159,8٪ من مجموع اجمالي الناتج المحلي لمائة وتسع دول تقطنها الغالبيه العظميمن البشر. وحسب مجلة Fortune المعروفه، بلغت العوائد التي حققتها اكبر 500 شركة في عام 2005، 9,1 ترليون (الترليون 1000 مليار دولار) وحققت ربحا قدره 610 مليار دولار، وبلغ

التركيز اوجه في ذلك العام، فعلى سبيل المثال حققت شركة (Exxon Mobile) التي احتلت المرتبه الأولى في ترتيب الشركات الخمسمائة، عوائد بلغت 340 مليار واوربيه.

اما من حيث التركيز الجغرافي للشركات، وبالعوده الى قائمة فورشن "Fortune" للشركات 500، لوجدنا، ان 418 شركة منها تتخذ مقرها الرسمي في واحده من 18 دوله عضو في منظمة التعاون الأقتصادي والتنميه (OECD) من بين اعضائها البالغ عددهم (26 دوله).

وبلغ اجمالي ايرادات اكبر خمسمائة شركه متعدية الجنسيه في العالم عام 1998 احد عشر ترليون واربعمائة واربعه وخمسون مليار دولار في الوقت الذي بلغ الناتج المحلي الأجمالي لدول العالم اجمع 28 تريليون دولار، وبلغ الناتج المحلي الأجملي للولايات المتحده الأمريكيه، سبعة ترليونات وسبعمائه وخمسه

2. العلاقه بين الشركه المتعدية الجنسيه والفروع التابعه:

لازالت هناك اسألة جدلية"نظرية وسياسية" كثيرة غير محسومة بين الباحثين والاقتصاديين والمفكرين، حول العلاقة بين الشركة المتعدية الجنسية والفروع التابعة لها، والتي يعني العلاقة بين الدول الام والدول المضيفة، حيث يشير عدد من الاقتصاديين الى ارتباط الشركات المتعدية الجنسية تاريخيا بالاساس الايدولوجي للدولة، وقد تاثرات بمفهيم الحقبة الاستعمارية التي كانت هذه

الشركات ذاتها تمهد لتحويل المشروع الاقتصادي الاستثماري الى مشروع سياسي استعماري لبلد ما... واذا نجح المشروع الاستثماري اوالتجاري وتوسعت الاعمال خصوصا في البلدان الافريقية او الاسيوية، فان ذلك يوشكل دعوة لدولتها الام للحضور الى الدولة المضيفة واحتلالها بحجة حماية مصالحها...

وبعد الحرب العالية الثانية تخلصت معظم الدول النامية من الاستعمار العسكري الاقتصادي وعقب ذلك، نشأت حركة تأميم واسعة لفروع هذه الشركات ... بعد ان حصلت تلك الدول على استقلالها واختارت انظمة سياسية وطنية وماركسية موالية للمعسكر الاشتراكي "آن ذاك"، الذي يعارض بدوره الاستعمار ونهب الثروات ، ويدعم حركات التحرر الوطني في العالم... كما ولا زالت الاسئلة المثيرة للجدل حول المستثمر الاجنبي وهذه الدول ، وبخاصتا بمايتعلق بتحقيق الارباح والضرائب والجوانب القانونية الاخرى والتي تمثل قيود على الشركة الام او ربما من قبل الدول المضيفة " الشركة الفرع".

وتعود بعض تلك المصادر لتشير الى ان العديد من تلك الامور المثيرة للقلق والخلاف قد انتهت بحلول عقدي الثمانينات والتسعينات وخاصة ما يتعلق بالارباح والضرائب، اذ بدأت تطور الاتفاقات والتحالفات التي عقدت بين الدول، تستخدم في حل الكثير من التعقيدات .

كما وتجري الأشاره الى ان الظاهره المتعلقه بالشركات متعدية القوميه (الجنسيه) والعلاقه بفروعها او الشركات التابعه لها او ما يطلق عليه بالاستثمار الأجنبي المباشر، بقيت مثار جدل ونقاش وحديث ساخن في قطاع الأعمال والأقتصاد...

وعلى مايبدو ان "المشكله الأقتصاديه، والعلاقه بين الدول المضيفه والشركه المتعدية الجنسيه، تتركز حول توزيع عوائد الاستثمار بين الطرفين ولكن كيف يتم ذلك في الوقت الذي لايوجد فيه نظام او اتفاق محاسبي او منهجي بينهما يحدد اسس توزيع المنافع، وتضل الشركات، تجادل بأهمية هذه الاستثمارات على اقتصاديات الدول المضيفه، آلا انها لاتقدم الدليل الذي يؤكد مزاعمها، اكثر من تلك التأثيرات الجانبيه، التي تنتج عن مجرد تواجدها على ارض الدوله المضيفه، حيث تشير الدراسات والبحوث التي تمت، حتى الأن، على ان الأثر الصافي للأستثمار الأجنبي على موازين المدفوعات للدول المضيفه عادة مايكون سالبا "سبق للباحث ان قدم بحثا حول التمويل وميزان المدفوعات، وهذا يعني، ان هناك عمليه دائمه للأنقاص من قاعدة الموارد الوطنيه وبالتالي الخصم من الطاقه الأقتصاديه للدول الناميه.

كما وتجدر الأشاره الى ان طبيعة العلاقه المعقده بين الشركه الأم وفروعها او استثماراتها الأجنبيه المباشره، قد ادت النزوح نحو الأسعار التحويليه Transfer Pricing مثل تلك العلاقه، قد تضمن قروضا من الشركه الأم

الى فروعها، بالأضافه الى التعاقدات لخبرات اداريه وترتيبات تكنولوجيه وفنيه ومستلزمات لمواد اوليه ومبيعات المتعدية الجنسيه بشكلها العالمي بما فيها من دول وسلطات ضريبيه وطنيه كل ذلك، يمكن ان يكون مثار جدل ونقاش، ولازالت القواعد المحاسبيه بعيده كل البعد عن حسم كثير من المشاكل في هذا الأتجاه، فكيف يكون الحال بالنسبة الى بلداننا العربية وبخاصة تلك البلدان التي تفتقد الى النظم المحاسبية والفنية المتطور لمنتجات من والى الشركه الأم ين الفروع وبعضها، ولهذا فأن المأزق الحقيقي لأنشطة الشركه.

التفسيرات النظريه للشركات متعدية الجنسيه

تختلف التفسيرات النظريه حول الشركات متعدية الجنسيه، تبعا لزاوية النظر، من هذا الباحث الأقتصادي او ذاك، ومع دخول هذه المؤسسه منذ الحرب العالميه الثانيه في المواقع الأقتصاديه الوطنيه والدوليه، اصبح "للتحليل الأقتصادي العلمي"، ان يعيد عرض هذه الشركات، وبما يسمح بأنتاج معرفة دقيقه عنها"... وبالرغم من صعوبة التحليل، اذا ربطنا ظهور هذه الشركات بتحليل الرأسماليه المعاصره والتطورات الحاسمه التي حصلت فيها خلال الفتره التي تلت الحرب العالميه الثانيه، وان استيعاب هذه الأطروحه، سيمكننا من رؤية هذا الأحتكار كنتاج "طبيعي" للتحولات التي حصلت في العقود الخمسه الأخيره في بيئة الأقتصاد الرأسمالي العالمي، وسيمكننا من رؤية "الجديد" في هذه

الشركات، اي البرهنه على انها ليست امتدادا عاديا للشركه التي ظهرت في القرن السابع والتاسع عشر.

ومن جهة ثانيه كما يشير (د. صالح ياسر)، ان دخول المؤسسه المتعدية الجنسيه في مجال التنميه الأقتصاديه الأجتماعيه ادى الى زعزعت الصرح النيوكلاسيك من جهة، كما وطرح على الفكر الأقتصادي بمختلف مدارسه، ضرورة الأجابه على جملة من الأسئله الجديده، فيما يتعلق بقضايا التخلف، وتنامي الهوه بين "البلدان الغنيه" و "البلدان الفقيره" وازمة النظام النقدي العالمي، والعولمه، وموقع هذه الشركات فيها...الخ. كما ويحاول المؤلف ان يضع تفسيراته، حول هذه الظاهره، المثيره للجدل، بعرض بعض المحاولات والتأويلات***. والتأويل الأول، يرى ان تدويل الأنتاج والحياة الأقتصاديه وظهور الشركات المتعدية الجنسيه، هي نتاج الضغوط الأقتصاديه الخارجيه "اي المحيط الأقتصادي الدولي" ويعود مرجعها الى ضغوط، الحواجز الجمركيه وأرتفاع تكاليف النقل، تعتبر كأسباب رئيسيه لظاهرة تدويل الأنتاج، حيث يؤدي ذلك الى زيادة نفقات السلع التي تصدرها الشركه القوميه (الوطنيه) وبالتالي زيادة اسعارها في الأسواق الأجنبيه، مما يضعف من قدرتها على منافسة السلع البديله في تلك الأسواق... والبديل، هو حسب هذه المحاوله، اقامة وحدة انتاجيه تابعه للشركة الأم خارج الحدود القوميه للمشروع... غير ان هذا

التفسير تعرض لأنتقادات،"حسب المؤلف"، اهمها انه لايفسر، مايحدث اليوم من قيام العديد من الشركات، بأنشاء العديد من وحداتها الأنتاجيه الكبيره في البلدان الناميه، التي تمتاز بضيق سوقها الداخلي، ولاتخدم تلك الأسواق، ولكن تخدم اسواق البلدان الرأسماليه.

المتطوره او حتى سوق الدوله الأم احيانا. اما التأويل الثاني فيرتبط بمحاولة الأقتصاديين الأمريكيين بول باران P. Baron، وبول سويزي P. Sweezy، وتنظيرهما لهذه الظاهره في اطار محاولة اعم، هي نظريه الرأسماليه الأحتكاريه، حيث ترى هذه النظريه ان نظام الرأسماليه الأحتكاريه، هو عباره عن نظام صانع للسعر، في حين ان نظام الرأسماليه التنافسيه تتلقى فيه الشركه السعر، وبالتالي فقد ادى احتكار القله الى الغاء التوازن في ظل المنافسه وميلها الى مساواة الأرباح في كافة فروع النشاط. وكذلك تعمل الشركات على خفض سعر التكلفه عن طريق المنافسه ذاتها، وبالتالي ينتج من وجود فائض اقتصادي، يصعب استيعابه محليا، ذلك لأن القيام بتوسيع عملية التراكم سوف يؤدي الى زيادة حجم الأنتاج ويقود ذلك الى انخفاض اسعار السلع المنتجه، وبالنتيجه تقليص معدلات الأرباح التي تتعارض مع الهدف العام للنشاط الأقتصادي في الرأسماليه وهناك "ثمة تناقض عميق ينبثق في هذا النظام يتمثل في قدرته على انتاج فائض اقتصادي وعجزه عن استيعابه في اطار النظام، اي وجود فائض يبحث عن

تراكم. ولهذا فلا تبقى اية وسيله لأستغلال الفائض الأقتصادي المتراكم إلى الاستثمارات الخارجيه المباشره" في حين "يرى آخر بأستناد الدافع، الأكثر اهمية، للتجديد ضمن المؤسسه الأحتكاريه على ديناميكية توسيع الأسواق، اذ يحتاج الأحتكار الى غزو اسواق جديده، ليتمكن من استخدام طاقاته الأنتاجيه بشكل كامل، ولأجل ذلك يحفز بقوة على خفض سعر بيع المواد المصنعه".

والملاحظه الأساسيه التي تثار حسب هذه المحاوله هي ان السبب في ترحيل النشاط الأنتاجي الى الخارج، اي تدويله، ليس هو ظهور فائض اقتصادي لايستوعبه السوق المحليه، بل ان عجز هذا السوق ليس مطلقا بل نسبي، في هذه الحاله الى ان معدل الربح المتحقق محليا سوف يقل عن معدل الربح المتحقق في الخارج، وهذا يتناقض مع منطق الرأسمالي الباحث ليس فقط عن الربح ولكن الربح الأقصى".

وهناك تفسيرات، اخرى تشير الى ان عجز النظريات الكلاسيكيه عن تفسير اسباب قيام التبادل التجاري بين الدول، مثل نظرية الميزه المطلقه، والميزه النسبيه، ونظرية نسب عناصر الأنتاج وغيرها، وفي العصر الراهن، حيث المتغيرات في العلاقات الدوليه التجاريه والسياسيه والأقتصاديه السريعه... وسرعة التقدم التكنولوجي والتضخم الكبير في احجام الشركات الدوليه والأرقام الماليه الهائله لدخلها السنوي وغير ذلك... كل ذلك ظهرت الحاجه الى اعتماد نظريات بديله

للنظريات الكلاسيكيه في تفسير اسباب التبادل التجاري بين الدول... وتعتبر ظاهرة الشركات متعدية الجنسيه بالنسبه للتاريخ الأقتصادي حديثه نسبيا، الا انها على درجة كبيره من الأهميه... وان كثير من الدراسات والأبحاث والمسوحات الجغرافيه والماليه، التي قام بها العديد من المهتمين مثل ثيودور رومان Theodore Roman وجيمس تومليسون James Tomlinson وغيرهما، ومن بين هذه النظريات، هي نظرية دورة حياة المنتج في الأعمال الدوليه Product Life Cycle in I.B، وتقوم هذه النظريه على مفهوم مفاده، ان كل سلعه من السلع التي تنتجها الشركات، تمر بمراحل حياتيه من لحظة وصولها الى السوق التجاري وحتى زوالها منه (الظهور، النمو، النضوج، الأنحدار ثم الزوال) تحتفظ الدوله المنتجه للسلعه الى الخارج تفتقد ميزتها المطلقه من خلال التبادل التجاري وقد تصبح ذاتها مستورده لهذه السلعه، بصوره او اخرى، ولكي نفهم نظرية دورة المنتج، والتي تمر بمراحل عديده*، مرحلة الأنتاج (الظهور) والبيع في السوق المحلي، ومرحلة النمو والتصدير، ومرحلة نضوج السلعه، ومرحلة الأنحدار والتدهور... وتعزى نظرية دورة حياة السلعه الى البروفسور دايموند فيرنون Raymond Vernon، والذي لاحظ ان سلوك بعض السلع سريعة الأستهلاك في السوق يختلف عن تلك السلع المعمره بطيئة الأستهلاك، وان سرعة الأستهلاك ذات العمر القصير يتزامن مع سرعة

الأختراعات للسلع الجديده التي تقع في مجالها، وطبقا لهذه النظريه، فأن السلع، تكون دورة حياتها قصيره، بحيث انها لاتصل الى مرحلة تخفيض التكاليف والتوسع في الأنتاج الكبير وفتح فروع للشركه في الأسواق الدوليه، مثل السلع الألكترونيه، وكذلك بعض السلع الغذائيه... حتى تصل لمرحلة تخفيض التكاليف والتوسع في الأنتاج، وفتح الفروع بقصد الأستفاده من اقتصاديات الحجم والأحتفاظ بالميزه التنافسيه لفترة طويله... اما عيوب هذه النظريه، فيمكن تحديدها، كما يلي:

1. ليس من الضروري ان تمر جميع انواع السلع في نفس المراحل...
2. ركزت هذه النظريه في تفسيرها لسلوك التسويق الدولي على انواع معينه من السلع...
3. تجاهلت هذه النظريه العديد من العوامل الأخرى الداخليه، التي قد يكون لها اثر كبير في قيام التبادل التجاري بين الشركات على المستوى الدولي...
4. لم تبين النظريه كيف يمكن تحسين مستوى الأداء التصديري للشركات والعوامل المحدده لنجاحها.

كما ان صدور كتاب جون داونغ John Dunning، الخاص بتدفق الاستثمارات الأجنبيه المباشره من الولايات المتحده الأمريكيه الى بريطانيا، وتركز هدفه في تحديد حجم تلك الاستثمارات وقياس آثارها على

اقتصادية دولية وشركات متعددة الجنسيات – من منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك–2007

الأقتصاد البريطاني، وقد جاء الدراسه في اطار كلي وبعيدا عن الأعتبارات الجزئيه... وبعد مراجعة تاريخيه لتطور ونمو الاستثمار الأجنبي المباشر الأمريكي الى بريطانيا والذي كان قد بدأ منذ سنة 1852 من قبل شركة Colt وسنة 1867 من شركة Singer، فقد عرض الباحث الأهميه بذلك في الخمسينات من القرن العشرين وطرح اهم السمات في ذلك وهو الموقع الجغرافي والحجم ونمط الملكيه والأداره الماليه والهيكل الأداري، وناقش ايضا موضوع نقل التكنولوجيا من البلد الأم الى فروعها في بريطانيا... . وأن مايدعم نظرية الشركه متعدية الجنسيه في اعمال Dunning والتي استمرت طيلة اربعين سنه لحين صدور كتابه الأخير في عام 1998 وبنفس الأتجاه.

ان معظم اعماله قد تركزت في الأطار الكلي ولم يتدخل الى طبيعة الشركه ونمطها، وهذا مايميزه عن غيره وخاصة اعمال Vernon، اذا كان الأخير اكثر اهتماما بالجزء "الشركه"، وأبتدأت نظريته بدورة حياة المنتج "التي سبق وأ، تطرقنا لها"... وكان تركيزه المعرفي على المتغيرات المستقله وهي الموقع وتوقيت الأبداع كعاملان رئيسيان، قادا الشركات متعدية الجنسيه ورسخت ارضيتها الوطنيه في تطوير منتجات جديده وخلال الفتره، فقد انتجت هذه المنتجات في

الخارج وعبر فروع تلك الشركات الأمريكيه عبر الحدود... لقد ركزت الشركه على الميزه التكنولوجيه بعد ان انتهى الطلب على المنتج في اغلب المناطق من العالم، ولهذا قامت بتبني استراتيجية الكلفه الأقل للدخول في اسواق المنافسه، ورغم كل العناصر، التي تميز بها السوق الأمريكي كما تشير المصادر، آلا ان تخطي الحدود كان بدوره سببا مباشر في خفض الكلف وخاصة ما يتعلق بالأتصال والنقل، واحتفظت الشركات ذاتها بحصص سوقيه عالميه للمنتجات الأمريكيه... . كما وتشير نفس البحوث الأقتصاديه، ان الأعمال العلميه الأخيره، استطاعت بناء نظريه اداريه تستند على نظرية التدويل في تفسير الشركه متعدية الجنسيه، والأكثر من هذا "بدت هناك رؤى متعدده شكلت بمجملها مدخلا في تفسير الأعمال الدوليه ككل وظهرت الأداره الماليه الدوليه كأحد الأوجه المتعددة تلك... وتستند نظرية الشركه متعدية الجنسيه على نظرية التدويل اولا ونظرية الشركه ثانيا، كما وتشير المصادر ذاتها، الى ان نظرية التدويل اعتمدت كأختبارات ونتاجات علميه للشركه وعلى عدد من العوامل والمؤثرات ومحور ذلك تحقيق ثلاث ميزات رئيسيه "حسب المصادر المذكوره"، وهي:

1. ميزة الملكيه لحقوق معينه وموجودات غير ملموسه
2. ميزه سوقيه وضمن حوافز التدويل ومحوره الخروج من السوق الفاشله الى السوق الناجحه

3. ميزه موقعيه تحقق منافع تباينات الموارد الطبيعيه وكلف النقل والعوامل الثقافيه المختلفه والأجراءات الحكوميه.

وهذه الميزات الثلاث، حققت التمايز والتباين والقياس بين ميزه خاصه بشركه وميزه خاصه بدوله، مما يعني، كما يشار، عائدا واداء للشركه متعدية الجنسيه تحت ظروف مختلفه وضمن ضوابط وشروط دوليه متعدده...

المراجع

1 د. صالح ياسر –العلاقات الاقتصادية الدولية – دار الرواد المزدهرة للطباعة والتوزيع المحدودة بغداد 2006

2 د. سرمد كوكب الجميل – التمويل الدولي_ الدار الجامعية للطباعة والنشر والترجمة – الموصل2002

3 محمد علي عباس _ ادارة الاعمال الدولية_ الاطار العام –عمان دار مكتبة الحامد- الاردن 2003

4 محمد السيد سعيد الشركات عابرة القومية – مجلة عالم المعرفة – العدد 107 الكويت 1980

5 د. نورتا هيرست _ السيطرة الصامتة _ الرأسمالية العالمية وموت الديمقراطية –عالم المعرفة – دولة الكويت 2007

6 منظمات اقتصادية دولية وشركات المتعددة الجنسية _ من منشورات الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك 2007

7 يو تكيتاد 1998

8 يوتكتاد 1998

9 وكبيديا، الموسوعة الحرة

10 العالم الدبلوماسي ومفهومه

11 عباس الفياض_ بحوث سابقة- 2007- 2008

12_د.محمد صالح ربيع العجيلي_ظاهرة الفقر في الوطن العربي_الواقع والاسباب والنتائج_وزارة الثقافه _دار الكتب والوثائق_بغداد2007

13- يحيى محمود محمد أحمد، عبد العالى بوحويش، **مقومات ودوافع ومعوقات الاستثمار المحلى والأجنبى فى الدول العربية**، (جامعة عمر المختار: كلية الاقتصاد، 2009).

14- بندر بن سالم الزهراني، **الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودورها في النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية**، رسالة ماجستير، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 2004م.

15- عبد العزيز ميلودي، **محددات تمويل الاستثمار في البنوك الإسلامية**، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007.

16- شريط كمال،**تحليل واقع الاستثمار الأجنبى المباشر فى الدول العربية**، مجلة البحوث والدراسات العلمية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، الجزائر، 2011.

17- لمى الإمارة، محددات الاستثمار فى الوطن العربى، جامعة النهرين، كلية العلوم السياسية، بغداد، .2012

18- محمد دويدار، **الاقتصاد النقدي**، (الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1998م).

19- أسامة بن محمد باحنشل، مقدمة فى **الاقتصاد الكلي**، (الرياض، مطابع جامعة الملك سعود، 1420 هـ)

20- عبد المطلب عبد الحميد، **دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرار الاستثماري**،(الاسكندارية، الدار الجامعية، 2003م).

21- محمد فرحي، **التحليل الاقتصادى الكلى**، ج 1،(الجزائر، دار الأنيس، 2005م).

22 – خالد حامد عبد،**اهمية الضرائب في التعامل مع الاستثمار**، مجلة مستثمرون، العدد الأول، فبراير 2011م.

23- عبد المجيد أونيس، **الاستثمار الأحنبى فى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: واقع وآفاق**، جامعة التكوين المتواصل ، الجزائر، مؤتمر متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية.

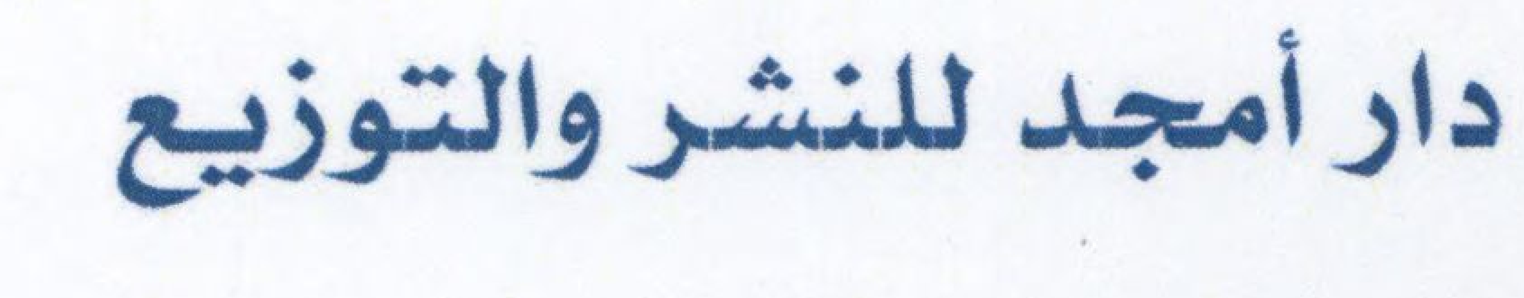
24- يحيى محمود محمد أحمد؛ عبد العالي بوحويش، **مقومات ودوافع ومعوقات الاستثمار المحلى والأجنبى فى الدول العربية**، (جامعة عمر المختار: كلية الاقتصاد، 2009).

الفهرس

الاستثمار

قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات





للنشر والتوزيع

عمان - الأردن - وسط البلد- مجمع الفحيص - الطابق الثالث

جوال :
٠٠٩٦٢٧٩٦٩١٤٦٣٢
٠٠٩٦٢٧٩٩٢٩١٧٠٢
٠٠٩٦٢٧٩٦٨٠٣٦٧٠ فاكس: ٤٦٥٣٣٧٢ ٠٠٩٦٢٦

dar.almajd@hotmail.com

dar.amjad2014dp@yahoo.com


9 789957 991197